MÔ THỨC MỚI
CHO THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

GEORGE SOROS

NHÀ XUẤT BẢN TRI THỨC


TỔNG HỢP
EBOOK
HAY NHẤT VỀ
ĐẦU TƯ
SINVEST.VN

Table of Contents

[18]

[19]

[20]

[21]

[22]

[23]

[24]

Giới thiệu

Chúng ta đang trải qua cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất kể từ những năm 1930. Về vài điểm, khủng hoảng lần này giống với các cuộc khủng hoảng khác từng xảy ra trong hai mươi lăm năm qua nhưng lại có một sự khác biệt sâu sắc: khủng hoảng hiện tại đánh dấu sự kết thúc cho một kỷ nguyên phình đại tín dụng với đồng đô la Mỹ là đồng tiền dự trữ quốc tế. Trong khi những khủng hoảng theo chu kỳ là một phần của chu trình bùng vỡ (boom-bust); thì khủnghoảng hiện tại lại là đỉnh điểm của một pha bùng phát đã kéo dài trong hơn hai mươi lăm năm.

Để hiểu được điều gì đang diễn ra, chúng ta cần một mô thức mới. Mô thức thịnh hành quan niệm rằng thị trường tài chính luôn có khuynh hướng tự trở về trạng thái cân bằng là quan niệm sai lệch; nói chung chúng ta có thể quy những rắc rối hiện nay cho chính việc hệ thống tài chính quốc tế lâu nay đã bị phát triển dựa trên mô thức đó.

Là nhân vật số một trong giới tài chính, George Soros được coi là người “một tay che cả bầu trời”, là người có thể làm mất giá bất kỳ một thứ tiền tệ nào trên thế giới, hoặc thậm chí gây ra những cuộc khủng hoảng kinh tế với qui mô toàn cầu.

Trong Mô thức mới cho thị trường tài chính, Soros đã dùng kinh nghiệm và lí luận của mình để phân tích một cách sâu sắc và thẳng thừng cuộc khủng hoảng hiện tại, đồng thời dự đoán cho cả tương lai.

George Soros đã làm được một việc vô giá: Giúp chúng ta hiểu rõ về cuộc đại khủng hoảng tín dụng và ảnh hưởng của nó lên kinh tế toàn cầu.

Lời giới thiệu

Chúng ta đang trải qua cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất kể từ những năm 1930. Về vài điểm, khủng hoảng lần này giống với các cuộc khủng hoảng khác từng xảy ra trong hai mươi lăm năm qua nhưng lại có một sự khác biệt sâu sắc: khủng hoảng hiện tại đánh dấu sự kết thúc cho một kỷ nguyên phình đại tín dụng với đồng đô la Mỹ là đồng tiền dự trữ quốc tế. Trong khi những khủng hoảng theo chu kỳ là một phần của chu trình bùng-vỡ (boom-bust); thì khủng hoảng hiện tại lại là đỉnh điểm của một pha bùng phát đã kéo dài trong hơn hai mươi lăm năm.

Để hiểu được điều gì đang diễn ra, chúng ta cần một mô thức mới. Mô thức thịnh hành quan niệm rằng thị trường tài chính luôn có khuynh hướng tự trở về trạng thái cân bằng là quan niệm sai lệch; nói chung chúng ta có thể quy những rắc rối hiện nay cho chính việc hệ thống tài chính quốc tế lâu nay đã bị phát triển dựa trên mô thức đó.

Mô thức mới mà tôi đề xuất không chỉ giới hạn với thị trường tài chính. Nó giải quyết mối quan hệ giữa tư duy và thực tại, và nó cho rằng nhận thức sai và diễn giải sai đóng vai trò chủ chốt trong việc hình thành nên lối đi của lịch sử. Tôi đã bắt tay vào phát triển khung khái niệm này khi còn là một sinh viên của Trường Kinh tế London (London School of Economics) trước khi tham gia năng động vào thị trường tài chính. Như trước kia tôi từng viết, tôi chịu ảnh hưởng rất lớn từ triết học của Karl Popper, và chính thế mà tôi đặt nghi vấn với những giả định mà dựa trên đó người ta phát triển lý thuyết về cạnh tranh hoàn hảo, đặc biệt là giả định về thông tin hoàn hảo. Tôi đã nhận ra rằng các thành viên thị trường không thể ra quyết định mà chỉ dựa trên thông tin, và nhận thức thiên lệch của họ có những cách ảnh hưởng đến không chỉ giá cả thị trường mà còn cả những yếu tố căn bản mà giá cả được cho là cần phản ánh. Lập luận của tôi là tư duy của các thành viên có một chức năng kép. Một mặt, họ tìm cách để hiểu tình huống của mình. Tôi gọi đó là chức năng nhận thức. Mặt khác, họ cố gắng thay đổi tình huống ấy. Tôi gọi là chức năng tham dự hay chức năng thao túng. Hai chức năng này hoạt động trái chiều, và trong một vài hoàn cảnh chúng có thể tương tác với nhau. Tôi gọi đây là tính phản hồi tương tác.

Khi trở thành một thành viên thị trường rồi, tôi đã áp dụng khung khái niệm của mình lên các thị trường tài chính. Nó cho phép tôi có được sự hiểu biết tốt hơn về những quá trình mà ban đầu là tự thổi bùng lên còn về sau cùng thì lại tự phá tán xuống của chu trình bùng-vỡ, và tôi đã lợi dụng sự hiểu biết này trong vai trò của một nhà quản lý quỹ đầu tư phòng hộ. Tôi đã phát triển thuyết phản hồi này trong cuốn sách đầu tiên của mình là *Giả kim thuật Tài chính* (The Alchemy of Finance) được xuất bản năm 1987. Tuy cuốn sách này thu hút được một đám đông ngưỡng mộ nhưng giới hàn lâm không coi thuyết phản hồi là nghiêm túc. Chính tôi cũng nghi ngờ không hiểu những điều tôi nói có mới và có ý nghĩa hay không. Xét cho cùng, tôi đang cố giải quyết một trong những vấn đề căn bản nhất và đã được nghiên cứu kỹ nhất của triết học, và tất cả những gì người ta có thể nói về vấn đề này thì có lẽ họ đã nói hết rồi. Tuy vậy khung khái niệm của tôi đối với riêng tôi vẫn rất quan trọng. Nó đã dẫn đường cho tôi cả khi kiếm tiền lúc là nhà quản lý quỹ và khi tiêu tiền làm việc thiện, và nó đã trở thành một phần căn bản của con người tôi.

Khi cuộc khủng hoảng tài chính bùng nổ, tôi đã không còn trực tiếp quản lý quỹ của mình nữa,

sau khi đã chuyển đổi nó từ một quỹ đầu tư phòng hộ xông xáo sang thành một quỹ trợ vốn hiền lành hơn. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng này đã buộc tôi phải chú tâm lại vào thị trường tài chính, và tôi đã trở nên tích cực trong việc ra các quyết định đầu tư. Vào cuối năm 2007, tôi quyết định viết một quyển sách phân tích và giải thích tình hình hiện tại. Động lực khiến tôi viết là ba suy nghĩ sau. Thứ nhất, cần phải có một mô thức mới để hiểu được những gì đang diễn ra. Thứ nhì, tham gia vào một nghiên cứu nghiêm túc sẽ có lợi cho các quyết định đầu tư của tôi. Thứ ba, qua việc đưa ra một cái nhìn sáng suốt đúng lúc về thị trường tài chính, tôi sẽ đảm bảo được việc lý thuyết phản hồi cuối cùng cũng nhận được sự đánh giá nghiêm túc. Thật khó để một lý thuyết trừu tượng thu hút được sự chú ý, nhưng mọi người hiện đang cực kỳ quan tâm đến thị trường tài chính, đặc biệt là khi thị trường đang gặp khó khăn. Tôi đã từng dùng thị trường tài chính như một phòng thí nghiệm để thử lý thuyết phản hồi trong sách *Giả kim thuật Tài chính*; tình thế hiện thời là một cơ hội tuyệt vời để chứng tỏ tầm quan trọng và tính xác đáng của thuyết ấy. Trong ba suy nghĩ trên thì suy nghĩ thứ ba ảnh hưởng mạnh nhất đến quyết định xuất bản sách này của tôi.

Việc tôi có nhiều hơn một mục đích khi viết đã làm cho sách này phức tạp hơn là nếu như nó chỉ tập trung vào cuộc khủng hoảng tài chính đang diễn ra. Cho phép tôi được giải thích ngắn gọn cách thuyết phản hồi áp dụng vào cuộc khủng hoảng này. Trái với lý thuyết kinh tế học cổ điển vẫn giả sử có thông tin hoàn hảo, trên thực tế cả những thành viên thị trường lẫn các giới chức tài khóa và tiền tệ đều không thể đưa ra quyết định chỉ dựa trên thông tin. Những nhận thức sai và đánh giá sai của họ ảnh hưởng tới giá cả thị trường, và quan trọng hơn là đến lượt giá cả thị trường lại ảnh hưởng tới những “yếu tố cơ bản” mà giá cả được cho là phải phản ánh. Giá cả thị trường không đi trệch khỏi trạng thái cân bằng lý thuyết theo cách ngẫu nhiên, như mô thức hiện nay quan niệm. Góc nhìn của thành viên và của giới quản lý thị trường không bao giờ tương đồng với tình hình hiện tại; hay nói cách khác thì thị trường không bao giờ đạt tới trạng thái cân bằng mà lý thuyết kinh tế học đề ra. Có một mối liên hệ hai chiều mang tính phản hồi giữa nhận thức và thực tế; mối liên hệ ấy có thể khởi phát những quá trình mà ban đầu là tự thổi bùng lên còn về sau cùng thì lại tự phá tán xuống của chu trình bùng-vỡ, còn được gọi là các “bong bóng”. Mọi bong bóng đều bao gồm một xu thế và một ngộ nhận tương tác theo phương thức phản hồi. Có một bong bóng trong thị trường địa ốc Hoa Kỳ nhưng cuộc khủng hoảng hiện tại không đơn thuần là một vụ vỡ bong bóng địa ốc. Cuộc khủng hoảng này lớn hơn những cuộc khủng hoảng tài chính chu kỳ mà chúng ta từng trải qua trong đời. Tất cả những cuộc khủng hoảng như thế đều là một phần của cái mà tôi gọi là “siêu bong bóng” - một quá trình phản hồi dài lâu lớn dần lên trong khoảng hai mươi lăm năm qua. Quá trình này bao gồm một xu thế chính là sự phình đại tín dụng và một ngộ nhận chính là chủ thuyết thị trường tự do (còn gọi làlaissez-faire hồi thế kỷ 19), cho rằng phải để cho thị trường được tự vận hành. Những khủng hoảng trước kia là những thí nghiệm thành công để củng cố thêm cả cái xu thế chính lẫn cái ngộ nhận chính. Khủng hoảng hiện tại đánh dấu một bước ngoặt mà qua đó thì cả xu thế và ngộ nhận đều không còn trụ vững được nữa.

Tất cả những điều này cần được giải thích kỹ hơn. Sau khi đưa ra bối cảnh, tôi sẽ dành phần đầu của quyển sách này cho lý thuyết phản hồi - một lý thuyết vượt ra khỏi thị trường tài chính. Những người chỉ quan tâm tới cuộc khủng hoảng hiện tại sẽ thấy phần này khó đọc,

những người chịu khó đọc tiếp thì tôi hy vọng sẽ thấy việc làm thế là bõ công. Phần này chứa đựng mối quan tâm chính của tôi, công việc của cả đời tôi. Độc giả từng đọc những quyển sách trước của tôi sẽ nhận thấy tôi có lặp lại một số đoạn từ những quyển sách ấy, bởi vì quan điểm của tôi đến nay vẫn giữ nguyên. Phần hai của quyển sách sử dụng cả khung khái niệm lẫn kinh nghiệm thực tiễn của tôi với vai trò là một nhà quản lý quỹ đầu tư để minh xác cho hoàn cảnh hiện tại.

Bối cảnh

Chúng ta có thể chính thức coi tháng Tám năm 2007 là điểm bùng nổ của cuộc khủng hoảng tài chính hiện tại. Đó là khi các ngân hàng trung ương phải can thiệp để cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Theo trình tự như BBC đã tường thuật:[1]

- Ngày 6 tháng Tám, American Home Mortgage, một trong những công ty cho vay thế chấp địa ốc độc lập lớn nhất Hoa Kỳ, đã ra tòa tuyên bố phá sản sau khi đuổi việc phần lớn nhân viên. Công ty nói rằng họ là nạn nhân của tình trạng trì trệ trên thị trường nhà ở Hoa Kỳ giống như nhiều người cho vay và đi vay nợ nhà dưới chuẩn khác.

- Ngày 9 tháng Tám, các thị trường tín dụng ngắn hạn đóng băng sau khi một ngân hàng lớn của Pháp là BNP Paribas phong tỏa ba quỹ đầu tư trị giá 2 tỉ euro của nó, với lý do là có những rắc rối trong khu vực cho vay thế chấp địa ốc dưới chuẩn Hoa Kỳ. BNP nói rằng họ không thể tính được giá trị tài sản của các quỹ này nữa vì thị trường của chúng đã biến mất. Ngân hàng Trung ương châu Âu đã bơm 95 tỉ euro vào hệ thống ngân hàng khu vực sử dụng đồng euro để giảm bớt căng thẳng trong việc cạn kiệt tín dụng gây ra bởi các khoản vay dưới chuẩn. Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ và Ngân hàng Trung ương Nhật Bản cũng có những bước đi tương tự.

- Ngày 10 tháng Tám, Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã cấp thêm 62 tỉ euro cho các ngân hàng. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ nói họ sẽ cung cấp đủ tín dụng qua đêm cần thiết để đối phó với tình trạng cạn tín dụng.

- Ngày 13 tháng Tám, Ngân hàng Trung ương châu Âu đã bơm 47,7 tỉ euro vào thị trường tiền tệ, là lần thứ ba bơm tiền trong vòng chừng đó ngày làm việc. Các ngân hàng trung ương của Mỹ và Nhật cũng bơm tiền lên cao vượt mức trước đó. Goldman Sachs nói sẽ bơm 3 tỉ USD vào một quỹ phòng hộ đã bị đánh gục bởi tình trạng cạn tín dụng để vực lại giá trị của quỹ này.

- Ngày 17 tháng Tám, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ cắt tỉ suất chiết khấu (lãi suất mà cơ quan này cho các ngân hàng vay) một nửa điểm phần trăm để giúp các ngân hàng đối phó với những khó khăn về tín dụng. (Nhưng việc này chẳng giúp được gì. Hậu quả là các ngân hàng trung ương của các nước phát triển cuối cùng thì đã bơm tiền trên diện rộng trong một thời gian dài, và chấp thuận nhận thế chấp là chứng khoán nhiều hơn bất kỳ khi nào trong lịch sử.)

- Ngày 13 tháng Tám, có thông tin tiết lộ rằng Northern Rock (ngân hàng cho vay thế chấp địa ốc lớn nhất Anh quốc) đang bên bờ vực mất khả năng chi trả (và thông tin này đã gây ra một vụ

chạy đua rút tiền kiểu cổ điển từ ngân hàng này - sự việc xảy ra lần đầu tiên trong cả trăm năm qua ở Anh quốc).

Khủng hoảng đến từ từ, nhưng người ta đã có thể trông đợi nó từ nhiều năm trước. Nó có nguồn gốc từ cú vỡ bong bóng Internet vào cuối năm 2000. Cục Dự trữ Liên bang (Fed) đối phó với việc đó bằng cách cắt giảm lãi suất quỹ liên bang từ 6,5% xuống 3,5% chỉ trong vòng vài tháng. Tiếp sau đó là vụ tấn công khủng bố ngày 11 tháng 9 năm 2001. Để chống lại sự đổ vỡ của nền kinh tế, Fed tiếp tục hạ lãi suất - xuống hẳn tới mức 1% vào tháng 7 năm 2003, là mức lãi suất thấp nhất trong vòng nửa thế kỷ qua, và lãi suất đứng ở mức đó trong một năm tròn. Suốt ba mươi mốt tháng liên tục, lãi suất ngắn hạn cơ bản được điều chỉnh cho lạm phát đã bị âm.

Tiền vay rẻ đã sinh ra bong bóng địa ốc, bùng nổ những vụ mua hội đồng các công ty, cùng nhiều thứ quá đà khác. Khi có thể dùng tiền miễn phí, người cho vay dựa trên lý trí sẽ cứ cho vay đến khi nào không còn ai để cho vay. Những người cho vay địa ốc nới lỏng các tiêu chuẩn và sáng chế ra nhiều phương cách mới để kích thích kinh doanh và tăng thu phí. Các ngân hàng đầu tư phố Wall nghĩ ra đủ loại kỹ xảo mới để đẩy rủi ro tín dụng sang cho các nhà đầu tư khác, như các quỹ lương hưu và quỹ tương hỗ đang khát mức lãi cao. Họ cũng tạo ra các công cụ đầu tư kết cấu (Structured Investment Vehicles) để cho giữ các khoản đầu tư ở ngoài bảng cân đối tài sản.

Từ năm 2000 đến giữa năm 2005, giá trị thị trường của những căn nhà có sẵn đã tăng hơn 50 phần trăm, và người ta điên cuồng đi xây dựng mới. Merrill Lynch đã ước tính rằng khoảng một nửa tăng trưởng GDP của Mỹ vào nửa đầu năm 2005 là dính líu đến nhà cửa, hoặc trực tiếp thông qua việc xây nhà và mua sắm liên quan đến nhà như sắm đồ đạc mới, hoặc gián tiếp thông qua việc tiêu tiền có được từ việc đảo nợ nhà sang mức lời thấp hơn. Martin Feldstein, cựu chủ tịch của Hội đồng Cố vấn Kinh tế, ước tính rằng từ năm 1997 tới năm 2006, người tiêu dùng đã rút ra hơn 9 ngàn tỉ đô-la từ giá trị chủ sở hữu của họ trong nhà mua thế chấp.[2] Một nghiên cứu do Alan Greenspan chỉ đạo vào năm 2005 đã ước tính rằng trong suốt những năm 2000, tiền rút ra từ giá trị trong nhà mua thế chấp đã tài trợ cho 3% tất cả tiêu dùng cá nhân. Vào quý đầu năm 2006, tiền rút ra từ giá trị trong nhà thế chấp đã đóng góp gần 10% cho thu nhập khả dụng của cá nhân.[3]

Giá nhà tăng đến hai con số đã sinh ra đầu cơ. Khi giá trị nhà cửa được kỳ vọng là sẽ tăng cao hơn lãi suất vay tiền thì ngoài căn nhà ta ở ta còn sở hữu thêm ít căn nữa. Vào năm 2005, 40 phần trăm nhà mua vào không phải để làm nơi ở thường xuyên mà để đầu tư hoặc để làm căn thứ hai.[4] Do mức tăng thu nhập trung vị thực vào những năm 2000 rất kém, các hãng cho vay đã trổ đủ tài để làm cho nhà trông có vẻ vừa túi tiền hơn. Những công cụ phổ biến nhất lúc đó là các khoản vay thế chấp mua nhà với lãi suất điều chỉnh (Adjustable Rate Mortgages - ARMs) với "mồi nhử" là lãi suất trong hai năm đầu thấp hơn cả lãi thị trường. Người ta nghĩ rằng, sau hai năm, khi lãi suất cao hơn bắt đầu có hiệu lực, thì tài sản thế chấp đó sẽ được đem ra đảo nợ, lợi dụng lúc đó giá cao hơn và sinh ra một loạt phí mới cho người cho vay. Những

chuẩn mực tín dụng sụp đổ, và người ta làm sao cho ngay cả những người có mức độ xếp hạng tín dụng kém cũng dễ dàng vay được tiền mua nhà (gọi là khoản vay dưới chuẩn), nhiều người trong số họ cũng có bát ăn bát để. Phổ biến là loại "Alt-A" (cho người nói dối vay), với ít hoặc hoàn toàn không có giấy tờ chứng minh thu nhập, trong số đó ở mức cực đoan có khoản vay "ninja" (con nợ không nghề nghiệp, không thu nhập, không tài sản), thường là có sự đồng lõa của cả người môi giới và người cho vay tiền mua nhà.

Các ngân hàng bán hết những khoản vay thế chấp nhiều rủi ro nhất của mình bằng cách đóng gói chúng lại trong những chứng khoán có tên gọi giấy nợ có thế chấp (Collateralized debt obligations - CDO). Những giấy nợ này chuyển dòng tiền từ hàng ngàn khoản thế chấp thành những lô trái phiếu được "khoanh", hay xếp hạng với đủ mức độ rủi ro và lợi nhuận phù hợp với các "khẩu vị" đầu tư khác nhau. Những khoanh được xếp hạng cao nhất, có lẽ chiếm đến 80% các trái phiếu, có các nguồn tiền chảy vào khá chắc chắn nên sẽ được bán với mức xếp hạng AAA. Những trái phiếu được xếp hạng thấp hơn là trái phiếu phải chịu rủi ro trước nếu có gì xảy ra nhưng phân lời lại cao hơn. Trên thực tế, các tay chủ nhà băng và các hãng xếp hạng tín dụng đã đánh giá quá thấp những rủi ro hàm chứa trong những thứ thậm vô lý như các khoản vay "ninja" nói trên.

Chứng khoán hóa được dự tính là sẽ giúp giảm rủi ro thông qua phân hạng rủi ro và đa dạng hóa trên cơ sở vị trí địa lý. Nhưng thật ra những biện pháp trên lại làm gia tăng rủi ro do chúng đã chuyển quyền sở hữu của những khoản vay thế chấp từ những ngân hàng biết rõ khách hàng của mình sang những nhà đầu tư không biết ai vào với ai. Thay vì một ngân hàng hay một cơ sở tiết kiệm chấp thuận cấp một khoản tín dụng rồi lưu nó lại trên sổ sách của mình thì nay các khoản vay lại do các tay môi giới lùng kiếm ra; tạm thời "lưu kho" bởi những "ngân hàng cho vay thế chấp" đoản vốn; rồi được bán cả mớ cho những ngân hàng đầu tư, từ đây chúng được chế biến thành các CDOs, rồi được đóng dấu phân loại chất lượng bởi các hãng xếp hạng và cuối cùng được bán ra cho các tổ chức đầu tư. Tất cả thu nhập, từ chỗ tạo nguồn ban đầu cho tới lần chuyển nhượng cuối cùng, đều đến từ các khoản phí và vì vậy khối lượng giao dịch càng lớn thì khoản tiền thưởng cũng càng lớn. Cái viễn cảnh thu được nhiều phí mà không phải chịu rủi ro đã khuyến khích những thói làm kinh doanh lỏng lẻo và gian dối. Khu vực dưới chuẩn, nơi có những khách hàng thiếu kinh nghiệm và hiểu biết, chứa đầy những hoạt động lừa dối. Cái khái niệm "lãi suất nhử" đã bộc lộ bản chất của tấn trò đó.

Bắt đầu khoảng năm 2005, chứng khoán hóa đã trở nên một cơn điên. Rất dễ và nhanh để có thể tạo ra những chứng khoán "tổng hợp" giả bộ như có những rủi ro của cổ phiếu thật nhưng lại không phải mất chi phí mua và thu thập các khoản cho vay thực tế. Các chứng khoán đầy rủi ro vì thế có thể được nhân lên nhiều lần, vượt xa khỏi mức cung thực tế trên thị trường. Các ngân hàng đầu tư táo bạo lại chia nhỏ các CDO thành các "lát" và gói chúng lại trong các CDO của CDOs, hay còn gọi là CDO^2s. Thậm chí còn có cả CDO^3s. Những "lát" CDO hạng cao nhất của những CDO hạng thấp cũng được xếp hạng tuyệt hảo AAA. Theo cách này, có nhiều khoản nợ AAA hơn là các tài sản AAA. Về lúc cuối, các sản phẩm tổng hợp đã lên đến hơn một nửa khối lượng giao dịch.

Cơn cuồng chứng khoán hóa không giới hạn trong lãnh vực vay thế chấp địa ốc mà lan cả sang các hình thức tín dụng khác. Thị trường hàng tổng hợp chắc chắn là lớn nhất được thiết lập bởi các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (Credit default swaps - CDSs). Công cụ tài chính tổng hợp huyền bí này được phát minh tại Châu Âu vào đầu những năm 1990. Những CDS đầu tiên là những hợp đồng thỏa thuận lập riêng giữa hai ngân hàng. Ngân hàng A, bên bán sự hoán đổi (tức là bên đi mua sự bảo vệ), đồng ý trả một khoản phí hàng năm trong một giai đoạn cụ thể vài năm, cho ngân hàng B, được gọi là người mua khoản hoán đổi (đồng thời là người bán sự bảo vệ), cho một danh mục các khoản nợ chuyên biệt. Ngân hàng B sẽ cam kết bù lại những mất mát mà ngân hàng A phải chịu nếu trên danh mục nợ có những vụ vỡ nợ trong suốt thời gian hiệu lực của hợp đồng này. Trước khi có các CDS, một ngân hàng nếu muốn đa dạng hóa danh mục của mình thường sẽ cần mua hay bán những khoản nợ, việc này vốn rất phức tạp vì đòi hỏi phải có sự cho phép của người vay tiền; kết quả là hình thức đa dạng hóa này đã trở nên rất thông dụng. Các điều kiện hợp đồng được chuẩn hóa, và giá trị ghi sổ của các hợp đồng đã lên đến khoảng một ngàn tỉ USD vào năm 2000.

Các quỹ đầu tư phòng hộ (hedge fund) mạnh mẽ bước vào thị trường này vào đầu những năm 2000. Những quỹ đầu tư tín dụng chuyên biệt đã hoạt động hiệu quả như các công ty bảo hiểm không có giấy phép, thu tiền đóng bảo hiểm trên các CDO và các chứng khoán khác mà chúng bảo hiểm. Giá trị của bảo hiểm thường rất đáng ngờ vì các hợp đồng có thể được thiết lập mà không cần thông báo cho các bên đối tác. Thị trường tăng trưởng theo cấp số nhân cho đến lúc, về giá trị danh nghĩa, nó làm lu mờ tất cả các thị trường khác. Giá trị ước tính mệnh danh của các hợp đồng CDS hiện có trên thị trường là 42,6 ngàn tỉ USD. Để hình dung được vấn đề, nên biết con số này tương đương với tổng tài sản của các gia đình Mỹ. Vốn hóa thị trường chứng khoán Mỹ là 18,5 ngàn tỉ USD, và thị trường ngân khố Mỹ chỉ có 4,5 ngàn tỉ.

Cơn cuồng chứng khoán hóa dẫn tới sự gia tăng khổng lồ trong việc sử dụng phép đòn bẩy - đầu cơ vay nợ. Để nắm giữ được các trái phiếu thông thường đòi hỏi phải có ký quỹ 10 phần trăm; trong khi với ký quỹ 1,5 phần trăm là đã có thể giao dịch các trái phiếu tổng hợp tạo ra từ CDSs. Điều này cho phép các quỹ đầu tư phòng hộ trưng ra lợi nhuận cao bằng cách khai thác những khác biệt rủi ro trên cơ sở vay nợ, đẩy mức phí cho rủi ro xuống thấp.

Điều đó chắc chắn phải kết thúc tệ hại. Đã từng có tiền lệ để noi gương. Thị trường nợ vay có thế chấp (CMOs) bắt đầu phát triển vào những năm 1980. Vào năm 1994, thị trường của những trái phiếu được xếp hạng thấp nhất - bị gọi là nhóm "rác thải độc hại" - đã nổ tung khi một quỹ đầu tư trị giá 2 tỉ USD đã không thể tuân thủ được lệnh tăng tiền ký quỹ, dẫn đến sự sụp đổ của công ty Kidder Peabody và tổng thiệt hại lên đến khoảng 55 tỉ USD. Nhưng vẫn không có một hành động nào của giới quản lý kiểm soát thị trường. Cựu thống đốc Cục Dự trữ Liên bang Edward M. Gramlich đã từng cảnh báo riêng cho Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Alan Greenspan về hành vi lạm dụng trong thị trường cho vay thế chấp địa ốc dưới chuẩn vào năm 2000, nhưng lời cảnh báo bị gạt qua một bên. Năm 2007, ngay trước khi cuộc khủng hoảng bùng nổ, Gramlich đã công khai nói ra những lo âu của mình và xuất bản một quyển sách về bong bóng nợ dưới chuẩn. Charles Kindleberger, một chuyên gia về bong bóng, cũng đã cảnh báo về bong bóng địa ốc vào năm 2002. Martin Feldstein, Paul Volcker (cựu chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang),

và Bill Rhodes (một quan chức cao cấp của Citibank) đều từng đưa ra những cảnh báo ngược dòng. Nouriel Roubini cũng đã tiên đoán rằng bong bóng địa ốc có thể dẫn tới một cuộc suy thoái vào năm 2006. Nhưng không một ai, kể cả tôi, thấy trước được bong bóng ấy có thể lớn đến cỡ nào và kéo dài đến bao lâu. Như tờ *Wall Street Journal* mới đây đã nhận xét, nhiều quỹ đầu tư đã chọn vị thế đánh cược là nhà đất sẽ hạ giá, nhưng "các quỹ này phải chịu những khoản thiệt hại đau đớn trong khi chờ thị trường địa ốc sụp đổ" tới mức mà đa số đành phải bỏ các vị thế đó.[5]

Những dấu hiệu của khủng hoảng bắt đầu nở rộ ngay đầu năm 2007. Ngày 22 tháng Hai, HSBC sa thải người đứng đầu bộ phận cho vay thế chấp địa ốc tại Mỹ của ngân hàng này, chấp nhận các khoản thiệt hại lên đến 10,8 tỉ USD. Ngày 9 tháng Ba, DR Horton, công ty xây cất nhà lớn nhất của Mỹ, đã cảnh báo về những thiệt hại do các khoản vay thế chấp dưới chuẩn. Ngày 12 tháng Ba, cổ phiếu của New Century Financial, một trong những hãng cho vay dưới chuẩn lớn nhất, đã bị buộc phải ngưng giao dịch do người ta sợ rằng hãng này đang tiến đến bờ phá sản. Ngày 13 tháng Ba, báo cáo cho biết những khoản trả chậm trên thế chấp và tịch biên nhà xiết nợ đã tăng đến những tầm cao mới. Ngày 16 tháng Ba, Accredited Home Lender Holding đưa danh mục nợ dưới chuẩn đáng giá 2,7 tỉ USD của mình ra rao bán với mức giảm giá rất cao để lấy tiền mặt cho kinh doanh. Ngày 2 tháng Tư, New Century Financial nộp đơn xin được bảo hộ theo Chương 11 luật phá sản sau khi đã bị buộc phải mua lại hàng tỉ USD nợ xấu.[6]

Vào ngày 15 tháng Sáu năm 2007, Bear Stearns thông báo rằng hai quỹ đầu tư phòng hộ lớn chuyên về vay thế chấp đang gặp khó khăn trong việc đóng tiền ký quỹ theo lệnh. Bear miễn cưỡng lập ra một dòng tín dụng trị giá 3,2 tỉ USD để cứu một quỹ, còn quỹ kia đành để cho sụp. Tài sản của các nhà đầu tư, trị giá 1,5 tỉ USD, gần như mất trắng.

Thất bại của hai quỹ đầu tư chuyên về vay thế chấp của Bear Stearns vào tháng Sáu làm rúng động mạnh các thị trường, nhưng Chủ tịch Ben Bernanke của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ và các quan chức cao cấp khác đã lại trấn an công chúng rằng rắc rối của của tín dụng dưới chuẩn là một hiện tượng khu biệt. Giá cả ổn định lại, tuy nhiên các luồng hung tin vẫn tiếp tục không giảm. Cho đến tận 20 tháng Bảy, Bernanke vẫn ước tính rằng thiệt hại trong khu vực dưới chuẩn chỉ ở khoảng mức 100 triệu USD. Khi Merrill Lynch và Citigroup xóa bỏ những khoản nợ thế chấp được bảo đảm khỏi sổ sách của tập đoàn, thị trường thực sự thở phào nhẹ nhõm. Vào giữa tháng Bảy, chỉ số S&P 500 lại còn đạt một đỉnh cao mới.

Chỉ tới đầu tháng Tám thì các thị trường tài chính mới thực sự hoảng sợ. Thật choáng váng khi Bear Stearns nộp đơn xin bảo hộ phá sản cho hai quỹ đầu tư chuyên về tín dụng dưới chuẩn và ngăn không cho khách hàng rút tiền từ một quỹ thứ ba. Như đã nói, trước đó Bear Stearns đã cố cứu những tổ chức này bằng cách cấp thêm 3,2 tỉ USD.

Một khi cuộc khủng hoảng bùng nổ, thị trường tài chính cũng lộ diện nhanh đến chóng mặt. Cứ cái gì có thể đi sai được thì đều đi sai. Một số lượng lớn đến không ngờ những yếu kém được bộc lộ trong một khoảng thời gian đặc biệt ngắn. Những rắc rối của khu vực thế chấp dưới chuẩn chẳng mấy chốc đã lan sang cả khu vực CDOs, đặc biệt là những CDOs tổng hợp được lập

ra từ những lát trên cùng của tài sản thế chấp dưới chuẩn. Bản thân các CDOs không phải là thứ giao dịch được ngay, nhưng lại có các danh mục giao dịch được bao gồm các nhánh CDO khác nhau. Những nhà đầu tư tìm chỗ trốn và những người bán khống tìm kiếm lợi nhuận liền vội vã bán những danh mục này, và chúng sụt giá ghê gớm, kéo theo nghi ngờ về giá trị của các khoanh trái phiếu CDOs khác nhau mà chúng thể hiện. Các ngân hàng đầu tư đưa những vị thế đầu tư lớn cho các CDOs ra ngoài bảng cân đối tài sản, vào trong những cái gọi là công cụ đầu tư kết cấu (SIVs). Các SIVs cung cấp tài chính cho các khoản đầu tư này bằng cách phát hành những thương phiếu được đảm bảo bằng tài sản. Khi giá trị của các CDOs bị nghi ngờ, thị trường cho những thương phiếu được đảm bảo bằng tài sản này cũng biến mất, và các ngân hàng đầu tư buộc phải cứu nguy các SIVs của họ. Hầu hết các ngân hàng đầu tư đã mang các SIVs vào lại trong bảng cân đối tài sản và buộc phải chấp nhận những thiệt hại lớn khi làm vậy. Các ngânhàng đầu tư cũng đang ngồi trên những cam kết lớn về cho vay để mua các công ty. Bình thường ra họ sẽ gói những khoản cho vay này lại thành các chứng từ dựa trên các khoản vay có thế chấp (CLOs) và bán chúng đi, nhưng thị trường CLO cũng bị ngưng trệ cùng với thị trường CDO, và các ngân hàng đành ngồi ôm một gói trị giá khoảng 250 tỉ USD. Vài ngân hàng cho phép các SIVs của mình phá sản, và một số đành hủy bỏ trách nhiệm tài trợ cho các vụ mua bán công ty. Điều này, cùng với kích cỡ của những khoản mất mát mà các ngân hàng phải chịu, đã làm thị trường chứng khoán phát điên, và khiến các giao động giá trở nên hỗn loạn. Những quỹ đầu tư gọi là dung hòa, vẫn khai thác những khác biệt nhỏ trong giá cả thị trường bằng cách sử dụng tỉ lệ vay vốn cao, đã không còn ở thế dung hòa được nữa và phải gánh chịu những thiệt hại bất thường. Một vài quỹ đầu tư có tỉ lệ vốn vay cao đã bị xóa sổ, phá hỏng cả thanh danh những công ty bảo trợ cho chúng và kéo theo các vụ kiện tụng.

Tất cả những điều trên đã tạo ra một áp lực khổng lồ lên hệ thống ngân hàng. Các ngân hàng phải đưa thêm các mục mới vào bảng cân đối của mình trong lúc gốc vốn của họ bị hao hụt vì những thiệt hại không lường trước. Các ngân hàng gặp khó khăn trong việc đánh giá mức độ phơi nhiễm với rủi ro của chính mình, và thậm chí còn khó hơn trong việc ước lượng mức độ bị ảnh hưởng của các đối tác. Hậu quả là họ lưỡng lự cho nhau vay và hăng hái cất giấu thanh khoản. Lúc đầu, các ngân hàng trung ương thấy khó mà bơm đủ thanh khoản vì các ngân hàng thương mại tránh không chịu dùng bất kỳ tiện ích nào mà phải gánh theo một trách nhiệm, và họ cũng lưỡng lự không muốn giao dịch với nhau. Nhưng cuối cùng, người ta cũng vượt qua được những trở ngại này. Xét cho cùng, nếu như có một việc mà các ngân hàng trung ương biết cách làm thì đó là cung cấp thanh khoản. Chỉ có Ngân hàng Anh là phải gánh chịu thất bại trong nỗ lực giải cứu Northern Rock - một hãng cho vay thế chấp quá sức. Nỗ lực cứu nguy của nó đã gây ra tình trạng đổ xô tới rút tiền ở ngân hàng này. Cuối cùng Northern Rock bị quốc hữu hóa và các nghĩa vụ nợ của nó được cộng vào với nợ quốc gia, đẩy Liên hiệp Anh vượt khỏi những giới hạn do Thỏa ước Maastricht đã đặt ra.

Mặc dầu đã được cung cấp thanh khoản, cuộc khủng hoảng vẫn không chịu giảm. Biên độ tín dụng tiếp tục mở rộng. Hầu hết các ngân hàng lớn - Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bank of America, Wachovia, UBS, Credit Suisse - đều thông báo xóa những khoản thiệt hại lớn khỏi sổ sách trong quý tư, và hầu hết đều ra chỉ dấu là sẽ tiếp tục làm vậy vào năm 2008. Cả AIG và Credit Suisse đều có những thông báo sơ bộ về thiệt hại của quý tư, những con số mà

sau đó họ chỉnh đi chỉnh lại, gây một ấn tượng không còn gì phải nghi ngờ nữa rằng họ đã mất kiểm soát bảng cân đối tài sản của mình. Ngày 25 tháng Giêng, 2008, thương vụ thiệt hại 7,2 tỉ USD được *Société Générale* thông báo, cùng lúc với đợt bán tháo trên thị trường chứng khoán và sự kiện lãi suất quỹ liên bang cắt liền một lúc 75 điểm cơ bản tám ngày trước khi diễn ra cuộc họp định kỳ - tại đó người ta lại cắt lãi suất thêm 50 điểm cơ bản nữa. Đây là chuyện chưa từng có.

Tình trạng kiệt quệ lan từ bất động sản dân cư sang nợ thẻ tín dụng, nợ mua ô tô, và bất động sản thương mại. Rắc rối tại những công ty bảo hiểm một loại hình, về truyền thống vốn là chuyên về trái phiếu đô thị nhưng lại mạo hiểm tham gia vào việc bảo hiểm những sản phẩm tổng hợp và kết cấu, đã khiến cho thị trường trái phiếu đô thị sụp đổ. Một vấn đề chưa giải quyết được còn lớn hơn đang hiện ra trên thị trường hoán đổi vỡ nợ tín dụng (CDS).

Trong nhiều thập niên qua, Hoa Kỳ đã an toàn vượt qua nhiều cuộc khủng hoảng tài chính quan trọng, như khủng hoảng cho vay quốc tế những năm 1980 và khủng hoảng quỹ tín dụng đầu những năm 1990. Nhưng cuộc khủng hoảng hiện tại có một đặc điểm hoàn toàn khác. Nó lan từ phân khúc này sang phân khúc khác của thị trường, đặc biệt là những phân khúc sử dụng những công cụ tổng hợp và kết cấu mới được sáng tạo ra. Cả mức độ phơi nhiễm với rủi ro và gốc vốn của các tổ chức tài chính lớn đều bị đặt nghi vấn, và những sự bất định chắc sẽ còn chưa được giải quyết trong một thời gian dài nữa,. Điều đó đang đe dọa việc vận hành bình thường của hệ thống tài chính và rất có thể sẽ gây ra những hệ lụy lâu dài cho khu vực sản xuất.

Cả thị trường tài chính và các giới chức có thẩm quyền về tài chính đều đã quá chậm để nhận thức ra rằng khu vực sản xuất chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng. Thật khó hiểu là tại sao họ lại không nhận ra điều này. Nền kinh tế sản xuất được kích thích nhờ mở rộng tín dụng. Vậy tại sao khi thắt chặt tín dụng thì nó lại không bị ảnh hưởng theo hướng tiêu cực. Người ta không thể không kết luận rằng cả giới chức có thẩm quyền về tài chính lẫn những thành viên thị trường đều mắc phải những ngộ nhận căn bản về cách vận hành của các thị trường tài chính. Những ngộ nhận này tự chúng thể hiện không chỉ trong sự bất lực để hiểu được cái gì đang diễn ra mà còn trong việc làm nảy sinh ra những thái quá, là gốc rễ của khủng hoảng trên thị trường hiện nay.

Trong Phần 1, tôi sẽ trình bày khung khái niệm giúp hiểu được cách vận hành của các thị trường tài chính. Trong Phần 2, tôi sẽ áp dụng khung khái niệm này vào thời khắc hiện tại của lịch sử.

PHẦN I: Tổng Quan

CHƯƠNG 1: Ý Tưởng Cốt Lõi

Điểm xuất phát của tôi là hiểu biết của chúng ta về thế giới mà chúng ta đang sống vốn dĩ không hoàn hảo, do chúng ta là một phần của cái thế giới mà chúng ta đang tìm cách hiểu. Có thể còn những tác nhân khác can thiệp đến khả năng thâu nhận tri thức của chúng ta về thế giới tự nhiên, nhưng việc chúng ta là một phần của cái thế giới đó đã đặt ra một chướng ngại khổng lồ cho sự hiểu biết những vấn đề về con người.

Có hai chức năng khác nhau trong việc hiểu một hoàn cảnh và tham dự vào hoàn cảnh đó. Một mặt, con người tìm cách hiểu cái thế giới nơi họ đang sống. Tôi gọi đó là chức năng nhận thức. Mặt khác, con người luôn tìm cách gây ảnh hưởng lên thế giới và thay đổi nó để làm lợi cho mình. Tôi đã từng gọi đây là chức năng tham dự, nhưng nay tôi thấy gọi đó là chức năng thao túng thì thích hợp hơn.[7] Nếu hai chức năng này tách biệt khỏi nhau thì chúng sẽ đạt được mục đích của chúng một cách hoàn hảo: sự hiểu biết của những người tham dự khi ấy được coi là tri thức, và những hành động của họ đem lại những kết quả mong muốn. Vì lý do đó, người ta rất dễ bị cám dỗ để đặt định đề rằng hai chức năng này trên thực tế vận hành riêng biệt với nhau. Quả thực, giả định đó đã từng được đặt ra, rõ ràng nhất là trong lý thuyết kinh tế. Nhưng không thể minh biện cho giả định đó được, trừ trong một số trường hợp ngoại lệ mà những người tham gia có một nỗ lực đặc biệt để giữ cho hai chức năng này được tách biệt khỏi nhau. Điều đó có thể đúng trong trường hợp các nhà khoa học xã hội tập trung cống hiến cho việc theo đuổi tri thức, nhưng lại không đúng với những người tham gia vào những sự kiện mà các nhà khoa học xã hội đem nghiên cứu. Vì những lý do mà tôi sẽ trình bày sau này, các nhà khoa học xã hội, đặc biệt là các nhà kinh tế học, thường lờ đi thực tế này.

Khi cả hai chức năng cùng đồng thời vận hành, chúng có thể can thiệp lẫn nhau. Để chức năng nhận thức có thể sản sinh tri thức, nó phải coi những hiện tượng xã hội là có sẵn một cách độc lập; chỉ khi đó các sự kiện mới được coi là các dữ kiện để người quan sát có thể đưa ra các nhận định tương xứng với chúng. Tương tự vậy, các quyết định cần được dựa trên cơ sở tri thức để mang lại những kết quả mong muốn. Nhưng khi cả hai chức năng này vận hành đồng thời thì những hiện tượng sẽ bao gồm không chỉ các dữ kiện mà còn cả những ý định và kỳ vọng về tương lai. Quá khứ có thể chỉ có một nhưng tương lai thế nào lại phụ thuộc vào quyết định của những người tham dự. Hệ quả là những người tham dự không thể quyết định mà chỉ dựa trên tri thức, bởi vì họ phải xử lý không chỉ những dữ kiện quá khứ và hiện tại mà còn cả những sự việc ngẫu nhiên liên quan đến tương lai. Trong những hoàn cảnh xã hội, vai trò của ý định và kỳ vọng về tương lai đã thiết lập nên một mối liên hệ hai chiều giữa tư duy của những người tham dự với hoàn cảnh mà họ tham dự, điều này có một hệ quả tai hại cho cả hai: nó đưa vào trong dòng chảy các sự kiện một yếu tố ngẫu nhiên hay bất định, và nó ngăn không cho quan

điểm của những người tham dự được coi là tri thức.

Để một hàm có thể được coi là xác định, nó cần có một biến số độc lập xác định giá trị của biến số phụ thuộc. Trong chức năng nhận thức, tình trạng hiện tại của các vấn đề được coi là biến số độc lập, và quan điểm của những người tham dự được coi là những biến số phụ thuộc; với chức năng thao túng thì ngược lại. Trong những hoàn cảnh có tính phản hồi, mỗi chức năng này tước đi của chức năng kia biến số độc lập vẫn cần để tạo nên những kết quả xác định. Tôi đã đặt cho sự can thiệp hai chiều này một cái tên: tính phản hồi. Đặc điểm chính của các hoàn cảnh phản hồi là *sự thiếu tương xứng* giữa quan điểm của những người tham dự với tình trạng hiện tại. Lấy thí dụ thị trường chứng khoán. Khi mua bán cổ phiếu, người ta có những mong đợi về giá cổ phiếu tương lai, nhưng giá này lại tùy thuộc vào chính những kỳ vọng của nhà đầu tư. Không thể coi những kỳ vọng này là tri thức. Không có tri thức, những người tham dự phải đưa một yếu tố phán đoán hay thiên vị vào trong việc ra quyết định của mình. Và hệ quả là kết quả có thể khác rất xa với kỳ vọng.

Lý thuyết kinh tế học đã cố gắng rất nhiều để loại tính phản hồi ra khỏi trọng tâm của nó. Ban đầu, các nhà kinh tế học cổ điển đơn giản cho rằng những thành viên thị trường khi ra quyết định là dựa trên tri thức (thông tin) hoàn hảo: một trong những định đề cho lý thuyết cạnh tranh hoàn hảo chính là thông tin hoàn hảo. Xây dựng trên những định đề đó, các nhà kinh tế học đã lập nên đường cầu và đường cung rồi tuyên bố rằng những đường cong này chi phối quyết định của những người tham dự. Khi mô hình này bị chỉ trích, họ bèn ẩn náu đằng sau một quy ước phương pháp luận. Lionel Robbins, giáo sư của tôi ở trường Kinh tế London, lập luận rằng kinh tế học chỉ quan tâm tới mối quan hệ giữa cung và cầu, còn những gì tham gia vào việc tạo nên cung và cầu đó thì nằm ngoài phạm vi của nó.[8] Bằng việc coi cung và cầu là có sẵn một cách độc lập, ông đã loại bỏ khả năng có thể có một mối quan hệ phản hồi qua lại giữa hai yếu tố đó. Lối tiếp cận này về sau bị đẩy tới mức cực đoan là thuyết kỳ vọng hợp lý; thuyết này đã xoay sở để có thể đạt tới kết luận rằng giá cả thị trường trong tương lai có thể được xác định một cách độc lập và không bị phụ thuộc vào những thiên kiến và ngộ nhận phổ biến của các thành viên thị trường.

Tôi cho rằng thuyết kỳ vọng hợp lý đã giải thích sai hoàn toàn cách thị trường tài chính vận hành. Mặc dầu thuyết kỳ vọng hợp lý không còn được giới "phi hàn lâm" coi trọng, nhưng cái ý tưởng rằng thị trường tài chính có thể tự điều chỉnh và có xu hướng đạt tới trạng thái cân bằng vẫn còn là một mô thức phổ biến, trên đó nhiều sản phẩm tài chính tổng hợp và mô hình lượng giá có vai trò chủ đạo trong thị trường tài chính đặt nền móng. Tôi cho rằng mô thức phổ biến ấy là sai và cần phải thay nó ngay lập tức.

Thực tế là những người tham dự không thể ra quyết định dựa vào tri thức. Mối liên hệ hai chiều có tính phản hồi giữa hai hàm nhận thức và thao túng đã đưa vào cả hai hàm một yếu tố ngẫu nhiên và bất định. Điều này đúng với cả những thành viên thị trường lẫn những giới chức tài chính phụ trách chính sách kinh tế vĩ mô và có trách nhiệm giám sát, điều phối thị trường. Các thành viên của cả hai nhóm đó đều hành động trên cơ sở một hiểu biết không hoàn hảo về tình huống mà họ đang tham dự. Tuy không thể loại bỏ yếu tố bất định có sẵn trong mối quan

hệ phản hồi hai chiều giữa các chức năng nhận thức và thao túng, nhưng nếu chấp nhận thực tế này thì chúng ta có thể cải thiện hiểu biết và khả năng thích nghi với hoàn cảnh của chúng ta rất nhiều.

Lập luận này đưa tôi đến với ý tưởng trọng tâm trong khung khái niệm của tôi: tôi cho rằng các sự kiện xã hội có một cấu trúc khác với các hiện tượng tự nhiên. Trong các hiện tượng tự nhiên có một mối liên hệ nhân quả nối một loạt dữ kiện này tới loạt dữ kiện sau đó. Trong những sự vụ thuộc con người, các sự kiện có diễn biến phức tạp hơn. Ở đây, mối liên hệ nhân quả không chỉ bao gồm những dữ kiện mà còn cả quan điểm của những người tham dự cùng sự tác động qua lại giữa chúng. Vào bất cứ thời điểm nào cũng có một mối quan hệ hai chiều giữa các dữ kiện và các quan điểm: một mặt, những người tham dự tìm cách để hiểu được hoàn cảnh (gồm cả các dữ kiện lẫn các quan điểm); mặt khác, họ tìm cách để ảnh hưởng đến hoàn cảnh (cũng bao gồm cả các dữ kiện lẫn các quan điểm). Sự tác động lẫn nhau giữa chức năng nhận thức và chức năng thao túng đã xâm nhập vào mối liên hệ nhân quả, làm cho mối liên hệ này không dẫn dắt trực tiếp từ một loạt dữ kiện này sang một loạt dữ kiện khác mà lại phản ảnh và ảnh hưởng đến quan điểm của những người tham dự. Do những quan điểm đó không tương xứng với các dữ kiện, chúng đưa vào diễn biến các sự kiện một yếu tố bất định vốn không có trong các sự kiện tự nhiên. Yếu tố bất định này ảnh hưởng đến cả các dữ kiện lẫn quan điểm của những người tham dự. Tuy hiện tượng tự nhiên không nhất thiết được xác định bởi những định luật khoa học có giá trị phổ quát, nhưng các sự kiện xã hội thì lại còn ít thế hơn.

Tôi giải thích yếu tố bất định hàm chứa trong những sự kiện xã hội bằng cách dựa vào thuyết tương xứng về chân lý và khái niệm phản hồi. Phản hồi vẫn được dùng trong luận lý học khi nói đến một mối liên hệ mà một vật có với chính nó. Tôi đã dùng tính phản hồi theo một nghĩa có hơi khác để diễn tả một mối liên hệ hai chiều giữa tư duy của những người tham dự với hoàn cảnh mà họ tham dự.

Tri thức được thể hiện bằng những mệnh đề đúng. Một mệnh đề là đúng và chỉ đúng nếu nó phù hợp với các dữ kiện. Đó là điều mà thuyết tương xứng về chân lý nói với chúng ta. Để thiết lập được sự tương xứng, các dữ kiện và các mệnh đề về chúng phải độc lập với nhau. Đây là một yêu cầu không thể được thỏa mãn khi chúng ta là một phần của thế giới mà chúng ta đang gắng hiểu. Đó là lý do tại sao những người tham dự không thể ra quyết định dựa trên tri thức. Những gì thiếu về tri thức thì họ phải bù đắp bằng sự suy đoán dựa trên kinh nghiệm, bản năng, cảm xúc, lễ nghi, hay những ngộ nhận khác. Chính những quan điểm bị thiên lệch và những ngộ nhận của người tham dự đã đưa vào dòng chảy của sự kiện một yếu tố bất định.

Tất cả những điều này thật quá hiển nhiên. Điều khó hiểu là vì sao khái niệm tính phản hồi vẫn chưa được nhiều người công nhận. Trong trường hợp thị trường tài chính thì tôi biết câu trả lời: tính phản hồi ngăn cản các nhà kinh tế lập ra các lý thuyết có thể giải thích và tiên đoán hành vi của thị trường tài chính, giống cách mà các nhà khoa học tự nhiên có thể giải thích và tiên đoán các hiện tượng tự nhiên. Để xây dựng và bảo vệ vị thế của kinh tế học như một ngành khoa học, các nhà kinh tế học đã làm mọi cách để loại tính phản hồi ra khỏi chủ đề của họ. Khi bước sang những lĩnh vực khác của thực tế thì tôi không dám chắc lắm do không thật khá trong

môn Triết. Tôi có cảm giác là các triết gia đã vật lộn với vấn đề này theo nhiều cách khác nhau. Thí dụ, Aristotle đã phân biệt giữa lý tính lý thuyết (ở đây là chức năng nhận thức) với lý tính thực hành (tức chức năng thao túng). Tuy nhiên vì là triết gia nên họ đã quá bận tâm với chức năng nhận thức đến nỗi không quan tâm đủ tới chức năng thao túng.

Các triết gia đã nhận ra và xem xét tính bất định trong nhận thức gắn liền với những mệnh đề tự-quy-chiếu. Vấn đề này đã được triết gia đảo Crete là Epimenides đưa ra khi ông nói rằng người đảo Crete luôn luôn nói dối. Nghịch lý của kẻ nói dối cuối cùng đã đưa Bertrand Russell tới chỗ phân biệt giữa các mệnh đề tự quy chiếu với những mệnh đề không tự quy chiếu. Những triết gia phân tích cũng đã nghiên cứu những vấn đề đi cùng với "hành vi ngôn từ" - những mệnh đề có tác động lên hoàn cảnh mà chúng đề cập, nhưng mối quan tâm của họ lại chủ yếu tập trung vào khía cạnh nhận thức của vấn đề. Người ta đã không thừa nhận rộng rãi rằng những sự kiện xã hội có một cấu trúc khác với các hiện tượng tự nhiên. Trái lại, Karl Popper, người mang lại nguồn cảm hứng chính cho tôi, còn công bố học thuyết về thống nhất phương pháp, tức là cần áp dụng cùng những phương pháp và tiêu chuẩn giống nhau cho nghiên cứu các hiện tượng tự nhiên lẫn các sự kiện xã hội. Dĩ nhiên, đó không phải là điểm duy nhất được đưa ra, nhưng đó là quan điểm phổ biến của các nhà khoa học xã hội - những người khao khát có được vị thế như các nhà khoa học tự nhiên. Không phải nhà khoa học xã hội nào cũng mong như thế. Các nhà nhân loại học và hầu hết các nhà xã hội học thậm chí còn không cố bắt chước các nhà khoa học tự nhiên. Nhưng họ lại có ít ảnh hưởng hơn những người chịu bắt chước.

Thuyết phản hồi tìm cách soi rọi mối quan hệ giữa tư duy và thực tại. Nó chỉ áp dụng cho một phân khúc tương đối hẹp của thực tại. Trong lĩnh vực các hiện tượng tự nhiên, các sự kiện xảy ra độc lập với cái mà ta nghĩ; do đó khoa học tự nhiên có thể giải thích và tiên đoán diễn biến các sự kiện một cách tương đối chắc chắn. Tính phản hồi bị giới hạn trong lĩnh vực của các hiện tượng xã hội - cụ thể hơn, trong những hoàn cảnh mà ở đó những người tham dự không thể lấy thuần tri thức làm cơ sở cho các quyết định của mình - và điều này đã tạo ra những khó khăn cho các ngành khoa học xã hội mà các ngành khoa học tự nhiên không gặp phải.

Tính phản hồi có thể được cắt nghĩa như một vòng tròn hay một vòng phản hồi hai chiều giữa quan điểm của những người tham dự với hoàn cảnh hiện tại. Người ta ra quyết định không dựa trên hoàn cảnh thực sự mà người ta phải đối diện, mà trên nhận thức hay diễn giải của người ta về hoàn cảnh đó. Quyết định của họ tác động lên hoàn cảnh (chức năng thao túng), và những thay đổi của hoàn cảnh lại rất có thể sẽ làm cho họ thay đổi nhận thức (chức năng nhận thức). Hai chức năng này vận hành cùng lúc chứ không liên tiếp nối nhau. Nếu phản hồi là nối tiếp, nó sẽ tạo ra một chuỗi kết nối xác định duy nhất dẫn thẳng từ dữ kiện tới nhận thức, tới dữ kiện mới và rồi tới nhận thức mới và cứ thế mãi. Chính việc hai quá trình diễn ra cùng lúc đã tạo ra một sự bất định ở cả trong nhận thức của những người tham dự lẫn trong dòng chảy thực sự của sự kiện. Cách nhìn này về tính phản hồi sẽ đặc biệt có ích, như chúng ta sẽ thấy, trong việc hiểu biết về hành vi của thị trường tài chính. Dù chúng ta có nói về một vòng tròn hay về một cơ chế phản hồi thì khác biệt cũng chỉ là vấn đề diễn giải; nhưng sự tương tác hai chiều đó là có thực. Cái vòng tròn đó không phải là một sai lầm trong diễn giải; ngược lại, lỗi sai chính là sự

phủ nhận cái vòng tròn đó. Thuyết phản hồi tìm cách để sửa cái lỗi đó.

Những khó khăn của các ngành khoa học xã hội chỉ là những phản ảnh thứ cấp, nhợt nhạt của cái tình huống gay go mà những người tham dự rơi vào. Họ có thể ảnh hưởng đến dòng chảy của sự kiện - do tương lai bị ảnh hưởng bởi những quyết định của họ - nhưng họ lại không thể ra quyết định dựa trên tri thức. Họ bắt buộc phải hình thành một thế giới quan nhưng thế giới quan đó lại không tương xứng với tình trạng thực tế. Dù có nhận ra điều đó hay không, họ vẫn bị bắt buộc phải hành động trên cơ sở những tín điều không bắt rễ trong thực tế. Diễn giải sai thực tại và những ngộ nhận khác có vai trò ảnh hưởng tới tiến trình của các sự kiện lớn hơn nhiều cách người ta tưởng. Đó chính là nhận thức mới chủ yếu mà thuyết phản hồi mang lại. Cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay sẽ là một thí dụ thuyết phục.

Trước khi bước vào trình bày chi tiết lý thuyết này, tôi nghĩ có lẽ sẽ có ích nếu tôi kể lại cách tôi đã phát triển nó như thế nào trong suốt bao nhiêu năm. Như độc giả sẽ thấy, lý thuyết này hình thành từ kinh nghiệm cá nhân tôi. Tôi đã học được từ khi còn rất trẻ rằng những hệ tư tưởng dựa trên những tiền đề sai lầm có thể làm biến đổi thực tại như thế nào. Tôi cũng đã học được rằng có những lúc không thể áp dụng những qui tắc bình thường, và những lúc đó thì những điều bất thường trở thành những điều bình thường.

CHƯƠNG 2: Tự Truyện Của Một Triết Gia Bất Thành

Từ trước đến nay tôi vẫn luôn quan tâm tới triết học. Ngay từ khi còn nhỏ tôi đã muốn biết mình là ai, muốn biết về cái thế giới nơi mình được sinh ra, về ý nghĩa của cuộc đời, và hơn thế nữa, khi đã trở nên ý thức hơn về cái chết, tôi muốn biết về cái chết sau này của chính tôi. Tôi bắt đầu đọc các triết gia cổ điển từ những năm đầu tuổi thiếu niên, nhưng giai đoạn thực sự quan trọng là trong thời quân Phát xít chiếm đóng Hungary vào năm 1944, và sau đó khi tôi di cư sang Anh vào năm 1947.

Năm 1944 là một trải nghiệm hình thành của đời tôi. Tôi sẽ không kể lại chi tiết về trải nghiệm đó bởi vì cha tôi đã làm việc đó tốt hơn tôi. Hãy tưởng tượng một đứa trẻ mười bốn tuổi với nguồn gốc trung lưu đột nhiên phải đối mặt với cái viễn cảnh bị trục xuất và bị giết chỉ vì nó là người Do thái. May mắn là cha tôi đã chuẩn bị sẵn cho trải nghiệm còn-lâu-mới-ở-mức-cân-bằngnày. Ông đã từng sống qua thời Cách mạng Nga ở Siberia, và đó là trải nghiệm đã hình thành nên cuộc đời ông. Trước đó, ông là một thanh niên đầy tham vọng. Khi Thế chiến I bùng nổ, ông tình nguyện phục vụ trong quân đội Áo-Hung. Ông bị quân Nga bắt và trở thành tù binh chiến tranh ở Siberia. Là một người tham vọng, ông trở thành chủ bút tờ báo của tù nhân. Tờ báo có tên *The Plank* (Tấm Ván) do những bài báo viết tay được dán trên một tấm ván và các tác giả nấp sau tấm ván để lắng nghe những lời bình luận của người đọc. Cha tôi trở nên được ưa thích đến nỗi người ta đã bầu ông làm đại diện cho tù nhân. Khi ở trại tù bên cạnh có vài người lính trốn thoát, người đại diện tù nhân ở trại ấy đã bị bắn để trả thù. Thay vì đợi một việc tương tự xảy ra trong trại của mình, cha tôi tổ chức một nhóm và cầm đầu vụ vượt ngục. Kế hoạch của ông là kết một cái bè và thả trôi ra đại dương, nhưng ông lại thiếu kiến thức về địa lý; ông đã không biết rằng mọi con sông Siberia đều chảy vào Bắc băng dương. Họ đã trôi dạt mất nhiều tuần rồi mới nhận ra mình đang hướng về Bắc cực, và sau đó lại mất thêm nhiều tháng để quay về với nền văn minh bên kia rừng taiga. Cùng lúc đó, Cách mạng Nga nổ ra và họ bị kẹt trong đó. Phải trải qua nhiều cuộc mạo hiểm nữa cha tôi mới tìm được đường quay về Hung. Nếu cứ ở lại trong trại thì có lẽ cha tôi còn về đến nhà sớm hơn.

Trở về, cha tôi là một con người đã thay đổi. Những trải nghiệm trong suốt thời kỳ Cách mạng Nga đã ảnh hưởng tới ông sâu sắc. Ông đánh mất tham vọng và không muốn gì hơn ở cuộc đời ngoài việc tận hưởng nó. Ông truyền đạt cho đám con mình những giá trị rất khác với những giá trị của cái môi trường mà lúc đó chúng tôi sống. Ông không muốn cóp nhặt làm giầu hay trở thành người có địa vị trong xã hội. Trái lại, ông chỉ làm việc vừa đủ để không bị thiếu thốn. Tôi còn nhớ từng được cha sai đến khách hàng ruột của ông để vay ít tiền trước khi bọn tôi đi nghỉ trượt tuyết; suốt mấy tuần sau đó cha tôi cáu kỉnh vì ông phải làm trả nợ. Mặc dầu khá phong lưu, chúng tôi không thuộc kiểu gia đình tư sản điển hình, và chúng tôi tự hào vì mình khác người.

Khi Đức chiếm đóng Hungary vào ngày 19 tháng Ba năm 1944, cha tôi biết rằng đây sẽ một giai đoạn không bình thường và những quy luật bình thường sẽ không áp dụng được nữa. Ông thu xếp căn cước giả cho gia đình tôi và cho một số người khác. Khách hàng thì phải trả tiền, những người khác thì ông giúp không. Hầu hết họ đều sống sót. Đó là lúc đẹp nhất của đời ông.

Sống với một căn cước giả hóa ra lại là một trải nghiệm hứng thú đối với tôi. Chúng tôi đối diện với mối nguy hiểm chết chóc, quanh chúng tôi người người bỏ mạng, nhưng chúng tôi đã xoay sở để không những còn sống mà còn vươn lên trong chiến thắng, bởi vì chúng tôi đã giúp được rất nhiều người. Chúng tôi thuộc phe các thiên thần và chúng tôi đã chiến thắng dù cửa thua vô cùng lớn. Tôi ý thức được các hiểm nguy nhưng tôi nghĩ chúng không thể chạm được vào mình. Đó là trò mạo hiểm nhất hạng, giống như sống trong phim *Raiders of the Lost Ark*. Một đứa bé mười bốn tuổi liệu còn có thể mong gì hơn thế?

Sau những cuộc phiêu lưu nguy hiểm trong thời khủng bố Phát xít, tình hình trở nên xấu đi trong thời người Nga chiếm đóng. Thoạt tiên, những cuộc phiêu lưu ấy vẫn tiếp tục và chúng tôi vẫn có thể khéo léo vượt qua những tình huống hiểm nguy. Lãnh sự quán Thụy Sĩ dùng cha tôi làm sĩ quan liên lạc với lực lượng chiếm đóng của Nga. Lúc đó Thụy Sĩ đang trông coi quyền lợi cho quân đồng minh nên vị trí của cha tôi là một vị trí quan trọng. Khi các lực lượng Đồng minh lập được văn phòng đại diện của riêng họ thì cha tôi cũng nghỉ hưu, ông cho rằng nếu lại làm tiếp cho quân Đồng minh thì sẽ quá nguy hiểm. Đó là một quyết định khôn ngoan giúp ông tránh khỏi bị ngược đãi về sau đó. Nhưng hoàn cảnh trở nên ngày càng ngột ngạt và u ám đối với một người trẻ tuổi đã bắt đầu quen với những cuộc phiêu lưu. Tôi cũng nghĩ rằng không lành mạnh chút nào nếu một thiếu niên mười lăm tuổi lại suy nghĩ hệt như ông bố năm mươi tuổi của nó. Tôi nói với cha rằng tôi muốn đi xa. “Con muốn đi đâu?” Ông hỏi. “Đến Moscow, để tìm hiểu về Chủ nghĩa Cộng sản hoặc đến London vì có đài BBC,” tôi đáp. “Cha biết Liên Xô quá tường tận và cha có thể kể cho con mọi thứ về nó,” cha tôi nói. Như thế là chỉ còn lựa chọn London. Không dễ gì mà đến đó được, nhưng tôi đã đến vào tháng 9 năm 1947.

Sống ở London lúc ấy là một bước đi xuống. Tôi không có tiền hay bạn. Sau một cuộc đời đầy phiêu lưu tôi đã trở nên tự mãn, nhưng ở London chẳng ai thèm để tâm. Tôi là một người đứng ngoài nhìn vào và tôi chỉ tìm thấy sự cô đơn. Có một lần tôi hết sạch tiền. Tôi đang ăn một chút đồ nhẹ ở Lyons Corner House và sau khi trả tiền đồ ăn thì không còn đồng nào cả. “Mình đã chạm tới đáy,” tôi tự nhủ, “và chắc mình phải đứng dậy thôi. Đây sẽ là một trải nghiệm đáng giá.”

Tôi đọc và nghĩ rất nhiều thời làm việc trực hồ bơi ở Brentfort trong khi chờ được nhận vào trường Kinh tế London (LSE). Một trong những cuốn sách tôi đọc lúc ấy là *Xã hội mở và những Kẻ thù của nó* của Karl Popper. Cuốn sách đó điểm trúng tôi với sức mạnh của mặc khải. Popper lập luận rằng những hệ tư tưởng toàn trị có một điểm chung là chúng đều tuyên bố sở hữu chân lý tuyệt đối. Do chân lý tuyệt đối nằm ngoài tầm với của con người, những hệ tư tưởng ấy đều phải dựa trên một cách biện giải thực tại méo mó và thiên kiến; hậu quả là chúng chỉ có thể được áp đặt lên xã hội nhờ những phương cách cưỡng bức. Ông đưa ra một nguyên lý khác về tổ chức xã hội có nền tảng là nhận thức rằng chân lý tuyệt đối nằm ngoài tầm với của

chúng ta, và chúng ta cần những thể chế cho phép những người có quan điểm và quan tâm khác có thể chung sống hòa bình. Popper gọi nguyên tắc này là xã hội mở. Đã từng sống qua thời Đức và Liên Xô chiếm đóng, tôi càng thiết tha hơn với lý tưởng về một xã hội mở.

Tôi cũng đã đào sâu hơn triết học của Popper. Popper, trên tất thảy, là một triết gia khoa học. Ông luôn cho rằng các học thuyết khoa học là không thể được kiểm chứng; chúng chỉ nên được coi là những giả thiết phải chịu sự kiểm sai; chừng nào còn chưa được kiểm sai, chừng đó chúng chỉ có thể được coi là tạm thời đúng. Sự bất tương xứng giữa kiểm chứng với kiểm sai mang lại một giải pháp cho vấn đề hóc búa khác về quy nạp: làm sao mà một số lượng quan sát rời rạc bất kỳ nào có thể được dùng để chứng minh một lý thuyết tự xưng là đúng mọi nơi? Thay kiểm chứng bằng kiểm sai sẽ loại đi đòi hỏi phải dùng đến phép quy nạp logic. Tôi coi đây là đóng góp lớn nhất của Popper vào triết học của khoa học.

Tôi bị ảnh hưởng rất lớn từ triết học của Popper, nhưng dĩ nhiên tôi cũng đọc nhiều sách khác và tôi không chấp nhận mọi luận điểm của Popper mà không có phê bình. Đặc biệt, tôi không tán thành với cái mà ông gọi là học thuyết về thống nhất phương pháp; học thuyết đó cho rằng có thể áp dụng cùng các phương pháp và tiêu chuẩn cho cả khoa học xã hội lẫn khoa học tự nhiên. Tôi vẫn cho rằng có một sự khác biệt căn bản giữa hai khoa học này, cụ thể là ở chỗ khoa học xã hội có đối tượng là các sự kiện với những người tham dự biết suy nghĩ. Những người tham dự này ra quyết định dựa trên hiểu biết không hoàn hảo của họ. Tính có thể sai của họ đặt ra một khó khăn cho việc hiểu được những hoàn cảnh xã hội, khó khăn đó không có trong trường hợp nghiên cứu những hiện tượng tự nhiên. Vì lý do đó, khoa học xã hội cần dùng những phương pháp và chuẩn mực ít nhiều phải khác với khoa học tự nhiên. Có lẽ không thể kẻ một đường ranh cứng nhắc giữa hai loại khoa học này, thí dụ môn tâm lý học tiến hóa hay y học thì thuộc về loại khoa học nào? Tuy nhiên, như tôi đã giải thích ở chương trước, sự khác nhau giữa các hiện tượng tự nhiên và hiện tượng xã hội đóng một vai trò chủ chốt trong thế giới quan của tôi.

Qua năm tháng, triết học của tôi cũng đã "tiến hóa" nhiều, nhưng tôi đã bắt đầu hình thành nó từ khi còn là sinh viên của trường LSE. Tôi đã học kinh tế học. Tôi không giỏi toán lắm, và điều đó khiến tôi đặt nghi vấn các giả định mà các nhà kinh tế học dùng làm cơ sở cho các mô hình toán học. Thuyết cạnh tranh hoàn hảo giả định rằng có tri thức hoàn hảo, và giả định này mâu thuẫn trực tiếp với luận điểm của Popper rằng hiểu biết của chúng ta vốn là không hoàn hảo. Trong quá trình phát triển của mình, học thuyết kinh tế đã buộc phải từ bỏ giả định về tri thức hoàn hảo, nhưng nó thay thế giả định đó bằng những giả định khác cho phép học thuyết kinh tế tạo ra những khái quát hóa mang giá trị phổ quát kiểu như những khái quát hóa trong vật lý học của Isaac Newton. Các giả thiết càng lúc càng trở nên rối rắm và từ đó cho ra đời một thế giới tưởng tượng chỉ phản ánh được vài khía cạnh nào đó của thực tại. Đó từng là thế giới của những mô hình toán học miêu tả một trạng thái cân bằng giả định của thị trường. Tôi vốn quan tâm tới thế giới thực hơn là những mô hình toán học, đó là điều đã dẫn tôi tới việc phát triển khái niệm về tính phản hồi.

Thuyết phản hồi không tạo ra những kết quả xác định như vật lý học của Newton; nhưng nó chỉ

ra một yếu tố bất định vốn đã có sẵn trong những hoàn cảnh có những người tham dự vận hành trên cơ sở một hiểu biết không hoàn hảo. Thay cho một khuynh hướng phổ quát hướng tới trạng thái cân bằng, các thị trường tài chính lại đi theo một tiến trình một chiều đặc thù. Có thể một số dạng mẫu có khuynh hướng lặp đi lặp lại, nhưng tiến trình đó thực sự là một tiến trình bất định và đặc thù. Do đó, thuyết phản hồi cũng là một thuyết về lịch sử. Tuy nhiên, rõ ràng là thuyết này không được coi là khoa học vì nó không có được những lời giải thích và tiên đoán xác định. Nó chỉ đơn thuần là một khung khái niệm để hiểu được những sự kiện có người tham dự. Tuy thế, nó đã giúp tôi rất nhiều về sau này khi đã trở thành một thành viên thị trường. Về sau nữa, khi thành công trên thị trường tài chính đã cho phép tôi thiết lập một quỹ thì học thuyết về lịch sử lại dẫn lối tôi trong những việc làm từ thiện của tôi.

Những khám phá triết học của tôi đã không giúp tôi nhiều thời sinh viên. Tôi thi cử chỉ đỗ suýt soát. Đúng ra tôi muốn ở lại hơn trong những bức tường an toàn của giới hàn lâm - thậm chí tôi còn có triển vọng kiếm được một chân trợ lý giảng dạy tại Đại học Michigan ở Kalamazoo, nhưng do điểm số không đủ cao, tôi đã bị buộc phải bước vào thế giới thực. Sau vài khởi đầu thất bại, tôi đậu lại ở công việc của một người giao dịch chênh lệch, ban đầu ở London và sau là New York.[9] Lúc đầu tôi phải quên đi tất cả những gì đã học khi còn là sinh viên để có thể giữ được việc, nhưng rồi thì kiến thức từ trường học bắt đầu trở nên có ích. Đặc biệt, tôi có thể áp dụng thuyết phản hồi của mình vào việc thiết lập một kịch bản mất cân bằng (hay mô hình bùng-vỡ) cho các thị trường tài chính. Và phần thưởng đã đến khi các thị trường bước vào cái mà tôi gọi là lãnh địa còn-lâu-mới-cân-bằng, bởi đó chính là khi những mô hình cân bằng vẫn được chấp nhận rộng rãi sụp đổ. Tôi chuyên về việc phát hiện và lợi dụng những hoàn cảnh dạng tình huống còn-lâu-mới-cân-bằng này và có được kết quả tốt. Điều này dẫn tôi tới việc xuất bản cuốn sách đầu tiên, *Giả kim thuật Tài chính* (1987), trong đó tôi đã nói kỹ về cách tiếp cận của mình. Tôi gọi đó là thuật giả kim để nhấn mạnh việc lý thuyết của mình không đáp ứng được những yêu cầu phổ biến lúc đó về phương pháp khoa học.

Bao nhiêu phần thành công tài chính của tôi có được nhờ triết học của tôi là một câu hỏi khó trả lời, vì đặc điểm nổi bật của thuyết này là nó không đưa ra bất kỳ tiên đoán chắc chắn nào. Điều hành một quỹ đầu tư có nghĩa là thường xuyên giải bài tập phán đoán trong một môi trường rủi ro, và việc đó có thể gây căng thẳng vô cùng. Tôi thường phải chịu những cơn đau lưng và những cơn mệt óc, và từ những cơn đau lưng tôi đã nhận được nhiều tín hiệu có ích cũng ngang với từ học thuyết của mình. Tuy nhiên, tôi coi triết lý của mình, đặc biệt thuyết phản hồi, là vô cùng quan trọng. Quả thực, tôi coi nó quan trọng và quý giá tới mức cảm thấy khó có thể chia tay với nó qua việc viết nó xuống để xuất bản. Không hình thức văn từ nào đủ tốt để làm việc ấy.

Diễn đạt ý tưởng bằng vài câu, như tôi đang làm, sẽ là việc báng bổ. Nó phải là một cuốn sách. Trong khi tôi vật vã với các quan điểm thì lập luận của tôi trở nên phức tạp tới mức mà tôi không hiểu được điều tôi mới viết ra đêm trước. Như tôi vẫn thường kể lại, đó là khi tôi bỏ rơi những khám phá triết học của mình để trở về với đời thực và bắt đầu kiếm tiền nghiêm chỉnh. Nhưng cả điều đó cũng có mặt không hay của nó. Khi tôi bắt đầu lại những nghiên cứu triết học và xuất bản các kết quả trong *Giả kim thuật Tài chính*, phần triết học đã bị nhiều nhà phê bình

hạ thấp, coi đó chỉ như một trò rửng mỡ của một kẻ đầu cơ thành công. Đó là lý do vì sao tôi đi đến chỗ tự coi mình là một triết gia bất thành. Tuy nhiên, tôi vẫn tiếp tục thử. Một lần tôi đi nói chuyện ở trường đại học Vienna với chủ đề, "Triết gia bất thành thử sức lần nữa." Tôi thấy mình ở trong một giảng đường, từ một chỗ ngồi cao vọi bên trên thính phòng nhìn xuống cử tọa. Cách bố trí này khiến tôi cảm thấy có hứng để đưa ra những lời phát biểu "từ ngai tòa", và trong một phút cao hứng tôi đã tuyên bố về học thuyết tính có thể sai. Đó là phần hay nhất trong bài nói của tôi.

Một số khó khăn trong việc hình thành những ý tưởng của tôi nằm ngay bên trong các khái niệm về tính phản hồi và tính có thể sai; những khó khăn khác là do tôi tự gây ra cho mình. Giờ nhớ lại tôi thấy rõ ràng là mình đã không đủ khúc chiết trong việc trình bày ý tưởng và có khuynh hướng cường điệu hóa lý lẽ của mình. Kết quả là giới chuyên môn, mà vị trí của họ bị tôi thách thức, có thể đã loại bỏ hay không đếm xỉa tới những lập luận của tôi, chỉ đơn thuần về phương diện kỹ thuật mà không cần bỏ thời gian cân nhắc những lập luận ấy một chút nào. Nhưng cùng lúc đó, nhiều độc giả lại có thể nhìn xuyên qua cách trình bày sai lệch của tôi để hiểu đúng những ý tưởng đằng sau. Điều này đặc biệt đúng với những người tham gia vào thị trường tài chính, nơi những thành công đã được chứng minh của tôi khiến họ phải tìm kiếm lý do đằng sau, và sự tăm tối trong việc trình bày của tôi càng khiến họ say mê. Nhà xuất bản thấy trước điều đó và cố "nhịn" không biên tập bản thảo của tôi. Họ muốn quyển sách phải trở thành vật thờ cho một nhóm những người tôn sùng. Ngày hôm nay *Giả kim thuật Tài chính* đã được các thành viên thị trường tìm đọc, được dạy trong các trường kinh doanh, nhưng bị các khoa kinh tế lờ đi hoàn toàn.

Rủi thay, ý tưởng rằng tôi là một triết gia bất thành đã được những người viết về tôi tán thành, trong đó có cả Michael Kaufman, người viết tiểu sử về tôi. Ông trích lời con trai tôi, Robert:

"Cha tôi thể nào cũng ngồi xuống và đưa ra những lý thuyết để giải thích vì sao ông làm thế này hay thế kia. Nhưng tôi nhớ lại lúc mình còn là đứa trẻ và nghĩ, Chúa ơi, quá nửa những gì ông già nói là đồ bỏ. Ý tôi là, bạn biết thừa lý do khiến ông đổi vị thế kinh doanh trên thị trường hay gì gì đó chỉ vì cái lưng của ông bắt đầu làm khổ ông. Chẳng có dính gì đến lý tính cả. Ông bắt đầu có những cơn đau vật vã, theo đúng nghĩa đen, và đó là dấu hiệu báo động sớm.

Nếu ở gần ông một thời gian dài, bạn sẽ nhận ra chính tính khí của ông thúc đẩy ông phần lớn. Nhưng ông luôn cố gắng để lý tính hóa những thứ thực ra là xúc cảm của ông. Và ông thường xuyên sống trong một tình trạng, không hoàn toàn là chối bỏ, nhưng là lý tính hóa tình trạng cảm xúc của mình. Và điều đó thật tức cười."[10]

Tôi ngấm ngầm có những nghi ngờ u ám về bản thân. Mặc dầu rất coi trọng triết học của mình nhưng tôi hoàn toàn không chắc là những điều mình nói ra có đáng để người khác coi trọng không. Tôi biết triết học đó về mặt chủ quan thật có ý nghĩa đối với tôi nhưng tôi không chắc về giá trị khách quan của nó đối với người khác. Lý thuyết tính phản hồi tiếp cận một vấn đề là mối quan hệ giữa tư duy và thực tại, một điều mà các triết gia cả bao đời nay vẫn bàn luận. Liệu có thể nói điều gì mới và độc đáo về đề tài này không? Suy cho cùng thì cả chức năng nhận

thức lẫn chức năng tham gia đều có thể thấy được trong đời thực; còn cái gì có thể độc đáo được nữa trong khái niệm tính phản hồi? Chắc là nó phải đang tồn tại dưới một cái tên nào đó khác thôi. Việc không được giỏi cho lắm trong văn chương đã khiến cho tôi càng khó đạt được một kết luận chắc nịch. Thế nhưng tôi vẫn mong muốn tha thiết được người ta coi trọng với tư cách một triết gia, và chính tham vọng ấy đã biến thành trở ngại lớn nhất của tôi. Tôi cảm thấy mình bị bắt buộc cứ phải giải thích mãi cái triết thuyết của mình chỉ vì cảm thấy nó chưa được hiểu đúng. Tất cả mấy cuốn sách của tôi đều theo cùng một khuôn mẫu. Chúng kể lại lý thuyết về lịch sử của tôi, thường là ở cuối sách để không làm nản chí độc giả, và áp dụng lý thuyết đó vào khoảnh khắc hiện tại của lịch sử. Dần dà, tôi đã thắng được nỗi ngại ngần khi phải chia sẻ với người khác khái niệm tính phản hồi, và những phiên bản tóm lược triết học của tôi ngày càng ngắn, và tôi cũng hy vọng là ngày càng rõ ràng hơn. Trong cuốn sách gần đây nhất, *Thời đại của Tính có thể sai*, tôi đã đặt phần triết lên đầu. Tôi quyết tâm lần trình bày đó là lần cuối, bất luận tốt xấu, nhưng tôi vẫn không chắc liệu triết học của mình có đáng để người khác xem xét nghiêm túc không.

Thế rồi một việc xảy ra khiến tôi đổi ý. Lúc đó tôi đang thử trả lời câu hỏi là làm cách nào mà những công cụ tuyên truyền được Orwell mô tả trong tác phẩm 1984 lại thành công đến thế trong nước Mỹ đương đại? Xét cho cùng, trong 1984, "Anh Cả" vẫn để mắt canh chừng bạn; có một Bộ Chân lý và một bộ máy đàn áp chuyên "săn sóc" những kẻ chống đối. Ở nước Mỹ đương đại có tự do tư tưởng và truyền thông đa nguyên, ấy vậy mà bằng cách nào đó chính quyền Bush vẫn làm dân Mỹ lạc lối được bằng cái thứ ngôn ngữ Newspeak trong truyện của Orwell. Đột nhiên tôi nảy ra ý nghĩ rằng khái niệm tính phản hồi có thể rọi một ánh sáng mới lên câu hỏi kia. Trước đó tôi vẫn mặc nhiên coi ngôn ngữ Newspeak của Orwell chỉ chiếm ưu thế ở những xã hội đóng như trong 1984. Khi nghĩ thế, tôi đang chăm chăm đi theo lập luận của Karl Popper ủng hộ cho một xã hội mở, cụ thể là cái lập luận cho rằng tự do tư tưởng và tự do diễn đạt có thể sẽ dẫn tới một sự hiểu biết thực tại tốt hơn. Lập luận của ông xoay quanh một giả định bất thành văn rằng diễn ngôn chính trị nhắm tới một sự hiểu biết thực tại tốt hơn. Nhưng khái niệm tính phản hồi lại cho rằng có một thứ được gọi là chức năng thao túng (trước gọi là chức năng tham dự) và diễn ngôn chính trị có thể được dùng một cách thành công để thao túng thực tại. Vậy thì tại sao các chính trị gia lại phải đặt chức năng nhận thức lên trên chức năng thao túng? Điều đó chỉ thích hợp với một nhà khoa học xã hội theo đuổi mục đích thâu nhận tri thức chứ không thích hợp với một chính trị gia có mục đích tối cao là được bầu lên và được nắm quyền mãi.

Hiểu biết này buộc tôi phải cân nhắc khái niệm về xã hội mở mà tôi đã tiếp thu từ Karl Popper gần như là không có phê bình. Nhưng hiểu biết mới này cũng đã làm được một việc khác. Nó thuyết phục tôi rằng khung khái niệm của tôi có một giá trị khách quan vượt lên hẳn sự yêu thích của cá nhân tôi. Các khái niệm tính phản hồi và tính có thể sai đã có một đóng góp quan trọng vào hiểu biết của chúng ta, không phải vì bản thân chúng là thứ gì đó mới mẻ hay độc đáo, mà bởi vì chúng có thể được dùng để nhận biết và phản bác những ngộ nhận rộng khắp và có ảnh hưởng. Một trong những ngộ nhận ấy là cái mà tôi gọi là ngụy biện Khai sáng, cho rằng mục đích của lý tính là để làm ra tri thức. Tôi gọi đó là một ngụy biện vì nó đã bỏ qua chức năng thao túng. Để biết truyền thống Khai sáng đã bắt rễ sâu đến mức nào, có thể xem xét

chính kinh nghiệm của tôi. Bằng việc đi theo khái niệm xã hội mở, tôi cũng làm theo ngụy biện Khai sáng, mặc dù khi phát triển khái niệm tính phản hồi tôi cũng đã nêu bật tầm quan trọng của chức năng thao túng.

Kết luận này loại bỏ những nghi ngờ mà tôi vẫn ngấm ngầm có về giá trị khách quan trong triết học của tôi. Thế rồi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính tàn phá cả hệ thống tài chính và đe dọa nhận chìm nền kinh tế. Đây đúng là một minh họa sống động cho việc một ngộ nhận có thể gây ra thiệt hại đến mức nào. Thuyết phản hồi đưa ra một giải pháp thay thế thực sự cho mô thức đang chiếm ưu thế hiện nay. Nếu thuyết phản hồi là đúng thì niềm tin rằng thị trường tài chính có khuynh hướng tự đạt tới trạng thái cân bằng sẽ là sai, và ngược lại.

Tôi giờ đã sẵn sàng mang khung khái niệm của mình ra cho công chúng xem xét, với niềm tin vững chắc rằng thuyết ấy xứng đáng được để ý. Tôi nhận thức được những thiếu sót trong những lần trình bày trước của mình mà tôi hy vọng lần này không còn mắc nữa, và tôi tin rằng độc giả sẽ có lợi khi bỏ ra chút công sức cần thiết để hiểu được lý thuyết của tôi. Khỏi phải nói điều này sẽ làm tôi vui thế nào. Tôi đã may mắn kiếm được rất nhiều tiền và tiêu nó đúng cách. Nhưng tôi vẫn luôn luôn muốn trở thành một triết gia và cuối cùng có lẽ tôi đã thành công. Tôi còn đòi hỏi gì hơn nữa ở cuộc đời đây?

CHƯƠNG 3: Thuyết Phản Hồi

Một số độc giả có thể thấy chương này khó đọc. Những người chỉ quan tâm đến thị trường tài chính có thể bỏ qua chương này và quay lại sau khi đã thấy lời giải thích của tôi cho tình trạng hiện tại là thuyết phục. Từ quan điểm của tác giả, tôi vẫn thấy chương này là quan trọng - còn quan trọng hơn lời giải thích chính xác về khủng hoảng tài chính.

TÍNH CÓ THỂ SAI

Sau khi đã chỉ rõ tầm quan trọng của khung khái niệm của mình, giờ tôi có thể tập trung vào một số điểm phức tạp mà trong phần giới thiệu sơ lược tôi đã tạm giấu đi cho bớt rối. Tôi đã nhọc công với triết lý của mình trong nhiều năm. Tôi sẽ điểm lại một cách ngắn gọn những khó khăn đã gặp phải và tóm tắt lại những kết luận đã đạt được.

Tôi đã không làm rõ mối liên hệ giữa tính có thể sai và tính phản hồi. Con người ta là những kẻ tham dự chứ không phải chỉ là kẻ quan sát, và tri thức mà họ có thể thâu nhận được không đủ để dẫn dắt họ trong hành động. Họ không thể ra quyết định chỉ dựa trên tri thức. Đó là một điều kiện mà tôi đã mô tả bằng cụm từ "tính có thể sai". Nếu không có tính này thì sẽ không có tính phản hồi: nếu người ta có thể ra quyết định dựa trên tri thức thì yếu tố không chắc chắn vốn là đặc điểm của những tình huống mang tính phản hồi sẽ bị mất đi; nhưng tính có thể sai lại không chỉ giới hạn ở những tình huống phản hồi. Nói cách khác, tính có thể sai là một điều kiện bao hàm hơn, còn tính phản hồi chỉ là một trường hợp đặc biệt.

Hiểu biết của người ta vốn dĩ là không hoàn hảo bởi vì họ là một phần của thực tại và một phần thì không thể hiểu trọn vẹn được cái tổng thể. Khi nói hiểu biết của chúng ta là không hoàn hảo, ý tôi là hiểu biết đó không trọn vẹn, và theo những cách không thể định nghĩa được chính xác, hiểu biết đó lại còn méo mó. Não người không thể nắm bắt được thực tại một cách trực tiếp mà chỉ có thể làm việc đó thông qua những thông tin mà nó rút ra được từ thực tại. Khả năng xử lý thông tin của não người là có giới hạn, trong khi lượng thông tin cần xử lý trên thực tế là vô hạn. Trí óc vì thế bắt buộc phải giảm lượng thông tin có sẵn xuống một tỉ lệ có thể xử lý được bằng nhiều kỹ thuật khác nhau: phép khái quát hóa, phép so sánh, ẩn dụ, thói quen, nghi thức, cùng các thông lệ khác. Những kỹ thuật này bóp méo các thông tin căn bản, nhưng lại sinh ra một thực tại phức tạp hơn nhiều của chính chúng, cùng với nhiệm vụ phải hiểu về thực tại ấy.

Để có được tri thức cần phải có một sự tách bạch giữa suy nghĩ và những đối tượng của suy nghĩ - tức các dữ kiện phải độc lập với những mệnh đề về chúng - và thực khó thiết lập được sự tách bạch này khi ta là một phần của cái mà ta đang tìm cách hiểu. Người ta phải đặt chính mình vào vị trí của một người quan sát tách biệt với thực tại. Trí óc con người đã làm được

nhiều điều kỳ diệu trong khi cố đạt tới vị trí ấy, nhưng rốt cuộc nó vẫn không thể vượt qua được thực tế rằng chính nó cũng là một phần của cái hoàn cảnh mà nó đang cố lĩnh hội.

Từ khi tôi bắt đầu khai triển khung khái niệm của mình từ hơn năm mươi năm trước, khoa học về nhận thức đã có những tiến bộ to lớn trong việc giải thích cách vận hành của bộ não con người. Tôi xin được dẫn ra vài nguyên lý của khoa học này vì chúng sẽ cung cấp một cái nhìn sâu sắc về tính có thể sai của chúng ta. Một nguyên lý cho rằng ý thức của con người là mới phát triển tương đối gần đây và vượt hẳn bộ não động vật. Một nguyên lý nữa cho rằng cảm xúc và lí trí là không thể tách rời. Những đặc tính này được phản ảnh trong ngôn ngữ chúng ta dùng. Nhiều ẩn dụ phổ biến nhất là có liên quan tới những chức năng căn bản về thị giác và vận động của động vật, và chúng mang một hàm ý về cảm xúc. Đi lên và tới trước là tốt, đi xuống và tụt lại là xấu; sáng và rõ là tốt, nhớp nháp và tối tăm là xấu. Ngôn ngữ thông thường cho ta một thế giới quan nhiều xúc cảm và không chính xác, nhưng nó lại có một năng lực đặc biệt trong việc nhận ra các đặc điểm cần thiết cho việc ra quyết định tức thì. Luận lý học và toán học tuy chính xác và khách quan hơn nhưng khi phải thích nghi với đời sống thì chỉ có công dụng hạn chế. Những ý tưởng được diễn tả bằng ngôn ngữ thông thường không đem lại được một miêu tả chính xác về thực tại nền tảng. Chúng làm tăng sự phức tạp của thực tại mà con người phải thích nghi cùng trong quá trình sống.

TÍNH PHẢN HỒI

Tôi đã phân tích mối quan hệ giữa tư duy và thực tại bằng cách giới thiệu hai chức năng nối chúng từ những hướng trái chiều. Bằng cách đó tôi đã đến được với khái niệm tính phản hồi.

Nhưng tôi đã gặp phải nhiều khó khăn to lớn trong lúc cố gắng định nghĩa và giải thích tính phản hồi. Tôi đã chỉ ra một sự khác biệt giữa tư duy và thực tại trong khi điều tôi muốn nói lại là: tư duy là một phần của thực tại. Tôi thấy mình đang nói về mối liên hệ hai chiều giữa diễn biến các sự kiện với tư duy của những người tham dự, như thế đã bỏ sót mối liên hệ hai chiều giữa tư duy của chính những người tham dự khác nhau. Để tính đến mối liên hệ này, tôi thấy mình bắt buộc phải tách bạch những khía cạnh khách quan và chủ quan của thực tại. Những khía cạnh khách quan là liên quan tới diễn biến các sự kiện, còn những khía cạnh chủ quan là liên quan tới tư duy của những người tham dự. Chỉ có một khía cạnh khách quan nhưng có bao nhiêu người tham dự là có bấy nhiêu khía cạnh chủ quan. Những mối liên hệ trực tiếp liên cá nhân giữa những người tham dự có lẽ mang tính phản hồi hơn so với sự tương tác giữa nhận thức với sự kiện, do các sự kiện phải mất nhiều thời gian hơn để bộc lộ.

Một khi đã phân biệt rõ những khía cạnh khách quan với chủ quan, chúng ta cũng phải phân biệt rõ những quá trình phản hồi với những mệnh đề phản hồi. Những mệnh đề phản hồi thuộc về lĩnh vực những quan hệ liên cá nhân trực tiếp, và những mối quan hệ này mang tính phản hồi cao hơn so với dòng chảy các sự kiện.

Hãy xem xét một mệnh đề về một khía cạnh khách quan: “Trời mưa.” Mệnh đề này có thể đúng có thể sai; nó không có tính phản hồi. Nhưng lấy một câu như: “Mày là kẻ thù của tao.” Mệnh đề này có thể đúng có thể sai tùy vào việc người nghe phản ứng với nó như thế nào. Đó là tính

phản hồi. Những mệnh đề có tính phản hồi cũng giống như những mệnh đề có tính tự quy chiếu, nhưng tính không xác định lại không nằm trong ý nghĩa của chúng mà nằm trong ảnh hưởng do chúng gây ra. Có một mệnh đề tự quy chiếu nổi tiếng nhất là nghịch lý kẻ nói dối: "Người đảo Crete luôn nói dối," do triết gia Epimenides người đảo Crete nói. Nếu mệnh đề này là đúng thì triết gia đảo Crete không nói dối, và do đó mệnh đề này lại là sai. Sự lập lờ nước đôi không liên quan gì tới tác động của mệnh đề trên. Ngược lại, trong câu "Mày là kẻ thù của tao" thì giá trị chân lý của mệnh đề tùy thuộc vào phản ứng của người nghe.

Đối với những quá trình phản hồi, tính bất định xuất hiện do sự thiếu tương ứng giữa các khía cạnh khách quan và chủ quan của một hoàn cảnh. Một hoàn cảnh có thể là phản hồi ngay cả khi các chức năng nhận thức và thao túng vận hành tiếp theo nhau chứ không đồng thời với nhau. Thế rồi tiến trình đó thay đổi trong một khoảng thời gian nhưng nó vẫn có thể được coi là phản hồi chừng nào mà cả tư duy của những người tham dự lẫn tình trạng thực tế của vấn đề đều không còn y nguyên như lúc bắt đầu, và những thay đổi xảy ra là kết quả của việc những người tham dự đã hiểu sai hay giải thích sai và như thế đã đưa một yếu tố bất định thực sự vào trong diễn biến các sự kiện. Điều này làm cho hoàn cảnh trở nên không thể dự đoán được trên cơ sở những định luật khoa học.

Tính phản hồi được minh chứng rõ nhất và nghiên cứu tốt nhất trong thị trường tài chính vì thị trường tài chính được coi là bị điều tiết bởi những định luật khoa học. Trong những lĩnh vực khác, khoa học ít được khai thác hơn. Ngay cả trong thị trường tài chính, những quá trình có thể chứng minh được là có tính phản hồi cũng chỉ diễn ra không thường xuyên. Ngày này qua ngày khác, các thị trường dường như tuân thủ những quy tắc thống kê, nhưng thỉnh thoảng những quy tắc này bị phá vỡ. Do đó chúng ta có thể phân biệt rõ giữa những sự kiện hàng ngày, nhàm chán và tiên đoán được với những quá trình phản hồi không tiên đoán được - những quá trình loại này có ý nghĩa vô cùng lớn vì chúng làm thay đổi chu trình lịch sử. Suy nghĩ này khiến tôi lập luận rằng những diễn biến lịch sử được phân biệt với những sự kiện hàng ngày chính là nhờ tính phản hồi của chúng. Nhưng lập luận này sai. Có nhiều sự kiện lịch sử, thí dụ như động đất, lại không hề mang tính phản hồi. Việc tách bạch giữa phản hồi với nhàm chán hàng ngày thành ra có tính lặp thừa: theo định nghĩa, những diễn biến có tính phản hồi sẽ thay đổi cả những khía cạnh khách quan lẫn những khía cạnh chủ quan của thực tại.

Khái niệm về tính phản hồi về mức độ nào đó đã bị vứt bỏ khi khoa học nhận thức và ngành nghiên cứu ngôn ngữ đã đạt được nhiều tiến bộ. Tính phản hồi chỉ phân biệt hai chức năng: chức năng nhận thức và chức năng thao túng. Đây là một sự phân loại khá thô sơ so với những phân tích chi tiết về các chức năng não và ngôn ngữ đã được đưa ra trong những năm gần đây. Tuy nhiên, khái niệm đó vẫn không bị mất đi tính xác đáng của nó. Nó chỉ ra một sự méo mó trong cách mà các triết gia và khoa học gia nhìn thế giới. Mối quan tâm hàng đầu của họ là chức năng nhận thức; vì chức năng thao túng can thiệp tới sự vận hành đúng đắn của nhận thức, nên họ thường có khuynh hướng lờ nó đi hoặc cố tình loại nó ra khi xem xét. Lý thuyết kinh tế là thí dụ hay nhất. Thuyết cạnh tranh hoàn hảo được xây dựng trên giả định về tri thức hoàn hảo. Khi giả định này được chứng minh là không thể đứng vững, các nhà kinh tế học liền thực hiện tiếp những cú vặn vẹo còn công phu hơn hầu bảo vệ cái đồn lũy mà họ đã dựng nên

chống lại những tác động hiểm ác của tính phản hồi. Đó là cách mà giả định về tri thức hoàn hảo đã biến hình thành thuyết kỳ vọng duy lý - tức một thế giới ảo vọng không giống với thực tế. Trong chương sau ta sẽ bàn về điều đó nhiều hơn.

NGUYÊN LÝ BẤT ĐỊNH CỦA CON NGƯỜI

Nét đặc biệt của tính phản hồi là nó đưa một yếu tố không chắc chắn vào tư duy của người tham dự và một yếu tố bất định vào hoàn cảnh mà họ tham dự. Tính phản hồi có điểm gì đó giống với nguyên lý bất định của Werner Heisenberg trong vật lý lượng tử nhưng lại có một sự khác biệt quan trọng: vật lý lượng tử giải quyết những hiện tượng không có người tham dự biết tư duy. Phát hiện của Heisenberg về nguyên lý bất định không làm thay đổi mảy may hành vi của các phân tử hay các sóng lượng tử, nhưng nhận thức về tính phản hồi có thể làm thay đổi hành vi của con người. Do đó, sự bất định đi kèm với tính phản hồi đã ảnh hưởng tới không chỉ những người tham dự mà cả những nhà khoa học xã hội đang tìm cách thiết lập những luật có giá trị phổ quát chi phối hành vi con người. Yếu tố bất định thêm vào này có thể được mô tả là nguyên lý bất định của con người, và nó làm cho nhiệm vụ của các ngành khoa học xã hội thêm phức tạp.

SAI LẦM THỜI KHAI SÁNG

Hầu hết những khó khăn tôi gặp phải trong lúc tranh luận về tính phản hồi đều là do tôi phải dùng thứ ngôn ngữ không công nhận sự tồn tại của nó. Tôi cố chỉ ra một mối liên hệ hai chiều liên thông giữa tư duy của những người tham dự với hoàn cảnh mà họ tham dự, nhưng truyền thống trí tuệ phương Tây cố hết sức để tách tư duy ra khỏi thực tại. Chính nỗ lực này đã tạo ra các cặp phạm trù, như giữa tinh thần với thể xác, giữa mô thức lý tưởng kiểu Plato với những hiện tượng quan sát được, giữa những ý tưởng tinh thần với những điều kiện vật chất, giữa mệnh đề với dữ kiện. Sự phân biệt mà tôi từng đưa ra giữa những khía cạnh khách quan và chủ quan của thực tại cũng rơi vào cùng một loại cặp phạm trù như thế.

Có thể hiểu được vì sao tồn tại những cặp phạm trù đó: mục tiêu của chức năng nhận thức là tạo ra tri thức. Tri thức đòi hỏi phải có những mệnh đề tương xứng với các dữ kiện. Để thiết lập được sự tương xứng này, các mệnh đề và các dữ kiện phải được đối xử như những phạm trù tách biệt. Do đó việc theo đuổi tri thức sẽ dẫn đến sự tách rời tư duy với thực tại. Tính hai mặt này bắt nguồn từ triết học Hy Lạp và đã thống trị thế giới quan của chúng ta trong suốt thời Khai sáng.

Các triết gia thời Khai sáng đặt niềm tin của mình vào lý tính: họ coi thực tại như một thứ gì đó tách rời và độc lập với lý tính, và họ trông chờ lý tính mang lại một bức tranh chính xác và đầy đủ về thực tại. Lý tính được cho là phải hoạt động như một cái đèn pha tìm kiếm, rọi sáng một thực tại nằm sẵn đó thụ động chờ được khám phá. Người ta không quan tâm đến khả năng những quyết định của các tác nhân duy lý có thể ảnh hưởng tới hoàn cảnh, do việc đó có thể can thiệp tới sự tách bạch giữa tư tưởng với đối tượng của những tư tưởng ấy. Nói cách khác, thời Khai sáng không công nhận tính phản hồi. Nó kiến tạo một thế giới tưởng tượng, nơi chức năng thao túng không thể can thiệp với chức năng nhận thức. Quả thực là nó đã hoàn toàn

không thừa nhận chức năng thao túng. Nó cho rằng mục đích duy nhất của tư duy là theo đuổi tri thức. “Tôi tư duy tức là tôi tồn tại,” René Descartes nói. Descartes đã rời bỏ triết thuyết của Aristotle bằng việc chỉ tập trung vào lý tính lý thuyết, phủ nhận cái mà Aristotle gọi là lý tính thực hành và tôi gọi là chức năng thao túng. Điều này đưa tới một cái nhìn méo mó về thực tại nhưng là một cái nhìn thích hợp với cái thời đại khi nó hình thành.

Vào thời Khai sáng, nhân loại có tương đối ít tri thức về các năng lực tự nhiên hay khả năng chế ngự các năng lực đó, nhưng phương pháp khoa học lại đưa ra hứa hẹn vô biên vì nó đã bắt đầu tạo ra những thành quả đáng kể. Rất thích hợp khi nghĩ rằng thực tại nằm sẵn ngoài kia chỉ trông đợi để được khám phá. Vào thế kỷ thứ 18 thì ngay cả trái đất cũng chưa được khám phá trọn vẹn. Thu thập dữ kiện và thiết lập một mối quan hệ giữa những dữ kiện ấy là việc được tưởng thưởng xứng đáng. Tri thức lúc đấy được thu thập theo vô vàn cách và từ vô vàn hướng khác nhau đến nỗi các khả năng dường như là vô hạn. Lý tính quét sạch hàng bao thế kỷ mê tín và tạo ra một cảm thức hân hoan về tiến bộ.

Thời Khai sáng, như người ta hiểu, không thừa nhận một giới hạn nào trong việc thu nhập tri thức. Sau khi đã định ra chỉ có duy nhất một mối liên hệ một chiều giữa tư duy và thực tại, nó coi thực tại như một thứ có sẵn một cách độc lập có thể được hiểu đầy đủ bằng cách đưa ra những mệnh đề tương xứng với các dữ kiện. Quan điểm này, mà Popper gọi là tính duy lý toàn diện, đã đạt tới đỉnh điểm của nó bằng chủ nghĩa thực chứng luận lý, một ngành triết học phát triển mạnh hồi đầu thế kỷ hai mươi khởi đầu từ Vienna. Chủ nghĩa thực chứng luận lý cho rằng chỉ những mệnh đề thực nghiệm, tức những mệnh đề có thể được kiểm chứng, mới có ý nghĩa, còn những tranh luận mang tính siêu hình đều vô nghĩa.[11] Các nhà thực chứng luận lý học coi các dữ kiện và những mệnh đề như thể chúng thuộc về hai vũ trụ tách rời nhau. Mối liên hệ duy nhất giữa hai vũ trụ này là: mệnh đề đúng thì tương xứng với dữ kiện, còn mệnh đề sai thì không. Trong những trường hợp này, dữ kiện được dùng như một tiêu chí đáng tin cậy của chân lý. Đó là nền tảng của thuyết tương xứng về chân lý. Khả năng rằng các mệnh đề cũng cấu thành cả dữ kiện đã bị bỏ qua phần lớn nhưng không phải hoàn toàn. Người ta chú tâm quá nhiều vào cái nghịch lý của kẻ nói dối.

Bertrand Russell, triết gia người Anh, người chịu trách nhiệm về việc đưa Ludwig Wittgenstein từ Vienna tới Cambridge, đã đề xuất một giải pháp cho nghịch lý của kẻ nói dối.

Russell đưa ra một phân biệt giữa hai loại mệnh đề: mệnh đề tự quy chiếu và mệnh đề không tự quy chiếu. Do giá trị chân lý của những mệnh đề tự quy chiếu không thể được xác định một cách chắc chắn, ông đề xuất rằng chúng nên bị loại khỏi vũ trụ của những mệnh đề có nghĩa. Giải pháp này hẳn đã được dùng để bảo tồn sự tách biệt tinh khôi giữa những dữ kiện với những mệnh đề, nhưng nếu thế nó cũng đã ngăn người ta tư duy về những vấn đề liên quan đến họ, hay thậm chí ngăn người ta có ý thức về chính bản thân. Tính phi lý của quan điểm này được Wittgenstein chỉ rõ, ông kết luận tác phẩm *Tractatus Logico-Philosophicus* của mình bằng việc nói rằng những ai hiểu quyển sách phải nhận ra rằng nó vô nghĩa. Không lâu sau đó, Wittgenstein bỏ, thôi không tìm kiếm một thứ ngôn ngữ logic lý tưởng nữa, mà thay vào đó đã nghiên cứu sự vận hành của ngôn ngữ thông thường.

NHỮNG SAI LẦM MÀU MỠ

Mặc dù niềm tin của thời Khai sáng vào lý tính không phải hoàn toàn đúng, nó vẫn tạo ra những kết quả thực sự ấn tượng đủ để duy trì thời Khai sáng trong suốt hai thế kỷ. Tôi gọi những ý tưởng không hoàn thiện nhưng tạo nên những kết quả tích cực là những sai lầm màu mỡ. Đây không phải là trường hợp duy nhất. Những "sai lầm màu mỡ" có đầy rẫy trong lịch sử. Tôi khẳng định rằng mọi nền văn hóa đều được xây dựng trên những "sai lầm màu mỡ". Tôi gọi sự tách rời tư duy ra khỏi thực tại cũng là một sai lầm màu mỡ. Gọi là màu mỡ vì chúng phát triển mạnh và tạo ra những kết quả tích cực trước khi bộc lộ những khiếm khuyết; gọi là sai lầm vì hiểu biết của chúng ta về thực tại vốn không hoàn hảo. Dĩ nhiên, chúng ta có thể thu nạp được tri thức, nhưng nếu tri thức đó tỏ ra có ích, chúng ta thường hay khai thác nó quá đà và đưa nó sang cả những lĩnh vực mà ở đó nó không còn áp dụng được nữa. Đó là lúc tri thức ấy trở thành một sai lầm. Đó cũng là điều đã xảy ra với thời Khai sáng. Những tư tưởng của thời Khai sáng đã ăn quá sâu vào văn minh phương Tây của chúng ta và thật khó bỏ chúng đi. Chúng thấm đẫm trong các câu chữ thậm chí của cả những người vẫn thường phê phán một vài phương diện của truyền thống Khai sáng, trong đó có chính tôi.

PHÁC THẢO CỦA POPPER VỀ PHƯƠNG PHÁP KHOA HỌC

Karl Popper, một thành viên không chính thức của Nhóm Vienna, đã chỉ trích Wittgenstein và không đồng ý với quan điểm về tính duy lý toàn diện. Ông cho rằng lý tính không đủ năng lực để thiết lập được chân lý của những khái quát hóa theo cách vượt qua được hết mọi ngờ vực. Ngay cả những định luật khoa học cũng không thể được kiểm chứng, vì bằng phép logic diễn dịch, ta không thể đưa ra những khái quát hóa có giá trị phổ quát chỉ từ những quan sát cá thể, dù chúng có nhiều bao nhiêu đi nữa. Phương pháp khoa học sẽ vận hành tốt nhất từ góc nhìn hoài nghi toàn diện: các định luật khoa học chỉ được coi là những giả thuyết có giá trị tạm thời, trừ phi và cho đến khi chúng được kiểm sai.

Popper đã xây dựng một phác thảo đơn giản và thanh nhã cho phương pháp khoa học, gồm có ba yếu tố và ba quy trình. Ba yếu tố là những điều kiện đầu, những điều kiện cuối, và những khái quát hóa có giá trị phổ quát, hay chính là các định luật khoa học. Ba quy trình là dự đoán, lý giải, và kiểm nghiệm. Khi những điều kiện đầu được phối hợp với những định luật khoa học thì chúng cho ra một dự đoán. Khi những điều kiện cuối được phối hợp với những định luật khoa học thì chúng cho ra một lý giải. Như vậy, dự đoán và lý giải là đối xứng và có thể đảo ngược.

Cái thiếu trong phác thảo này là việc kiểm chứng các định luật. Và đây chính là đóng góp đặc biệt của Popper vào kiến thức của chúng ta về phương pháp khoa học. Ông cho rằng các định luật khoa học không thể được kiểm chứng; chúng chỉ có thể được kiểm sai. Đó là vai trò của kiểm nghiệm. Các định luật khoa học có thể được kiểm nghiệm bằng cách so đôi điều kiện đầu với điều kiện cuối. Nếu chúng không phù hợp với định luật khoa học đang xét thì chúng đã bị kiểm sai. Những mệnh đề nào không thể đưa ra kiểm sai thì không đáng được coi là khoa học. Chỉ cần một trường hợp không phù hợp là đã đủ để phá hủy toàn bộ giá trị của một khái quát

hóa, nhưng bao nhiêu trường hợp phù hợp đi nữa cũng không đủ để kiểm chứng một khái quát hóa là đúng vượt qua mọi nghi ngờ. Theo cách hiểu này thì giữa việc kiểm chứng với việc kiểm sai có một sự bất đối xứng. Ba đặc điểm quan trọng nhất trong phác thảo của Popper là: tính đối xứng giữa dự đoán và lý giải, tính bất đối xứng giữa việc kiểm chứng và việc kiểm sai, và vai trò của kiểm nghiệm.

Lý lẽ của Popper rằng các định luật khoa học không thể được kiểm chứng đã giải quyết một vấn đề đáng nhẽ không thể giải quyết được của phép quy nạp. Chỉ vì từ lúc người ta có thể nhớ tới nay mặt trời vẫn mọc ở đằng Đông, làm sao ta dám chắc mặt trời sẽ tiếp tục làm vậy mãi? Phác thảo của Popper loại bỏ đòi hỏi phải kiểm chứng, bằng cách coi các định luật khoa học là chỉ có giá trị tạm thời trừ phi và cho đến khi chúng bị kiểm sai. Những khái quát hóa không thể bị kiểm sai thì không được coi là khoa học. Lý giải này nhấn mạnh đến vai trò trọng tâm của kiểm nghiệm trong phương pháp khoa học. Nó ủng hộ lối tư duy phê phán có thể cho phép khoa học được phát triển, cải thiện, và cách tân.

Nhiều triết gia chuyên nghiệp đã chỉ trích các điểm trong phác thảo của Popper. Thí dụ, Popper cho rằng kiểm nghiệm càng gắt gao thì giá trị của khái quát hóa nào vượt qua được kiểm nghiệm đó càng lớn. Các triết gia chuyên nghiệp đã đặt câu hỏi là liệu có thể đo được độ gắt gao của các kiểm nghiệm cũng như giá trị của các khái quát hóa kia không? Tuy thế, đối với tôi thì khẳng định của Popper là hoàn toàn đúng, và tôi có thể chứng minh nó bằng cách dùng kinh nghiệm của chính tôi trên thị trường chứng khoán. Trong khủng hoảng về quỹ tín dụng hồi năm 1986, người ta rất nghi ngờ là liệu công ty bảo hiểm tiền vay thế chấp địa ốc tên là Mortgage Guaranty Insurance (tên tắt là MAGIC) có sống sót nổi không. Giá cổ phiếu lúc đó tuột dốc, và tôi đã mua cổ phiếu dựa trên niềm tin rằng mô hình kinh doanh của nó đủ đúng đắn để vượt qua một kiểm nghiệm gắt gao. Tôi đã đúng và tôi thu bộn. Nói chung, một quan điểm đầu tư càng đi ngược lại quan điểm thịnh hành bao nhiêu thì phần thưởng tài chính mà người đầu tư có thể thu về càng lớn bấy nhiêu nếu như quan điểm đó cuối cùng hóa ra lại đúng. Chính vì lý do đó mà tôi có thể nói rằng mình đã chấp nhận phác thảo của Popper toàn tâm hơn các triết gia chuyên nghiệp.

TỪ BỎ SỰ THỐNG NHẤT VỀ PHƯƠNG PHÁP

Thế nhưng, mặc dù đã sáng suốt cho rằng chân lý tối thượng nằm ngoài tầm với của lý tính, Popper vẫn kiên quyết về cái mà ông gọi là học thuyết về thống nhất phương pháp khoa học, tức là nên áp dụng cùng các phương pháp và tiêu chuẩn cho cả việc nghiên cứu các vấn đề xã hội lẫn việc nghiên cứu những hiện tượng tự nhiên. Làm sao có thể thế được? Những người tham gia vào những sự vụ xã hội hành động trên cơ sở một hiểu biết có thể sai. Tính có thể sai của họ đã mang vào trong những sự vụ xã hội một yếu tố bất định không hiện diện trong việc nghiên cứu các hiện tượng tự nhiên. Sự khác biệt này cần phải được thừa nhận.

Tôi cố gắng trình bày sự khác biệt này bằng cách đưa ra khái niệm tính phản hồi. Khái niệm tự quy chiếu đã từng được Russell và những người khác phân tích thấu đáo. Nhưng tự quy chiếu lại chỉ gắn với lĩnh vực của những mệnh đề. Nếu việc tách rời vũ trụ của những mệnh đề ra

khỏi vũ trụ của những dữ kiện là một sự bóp méo thực tại, thì trong địa hạt của các dữ kiện chắc chắn cũng phải tồn tại một hiệu ứng tương tự. Đó là mối quan hệ mà khái niệm phản hồi cố gắng trình bày. Ở một mức độ nào đó, khái niệm này đã được J. L. Austin và John Searle khai thác trong công trình của họ về hoạt động phát âm, nhưng tôi lại xem xét nó trong một bối cảnh rộng hơn nhiều. Tính phản hồi là một cơ chế phản hồi hai chiều không chỉ ảnh hưởng đến những mệnh đề (bằng cách làm cho giá trị chân lý của chúng thành bất định) mà còn ảnh hưởng đến những dữ kiện (bằng cách đưa vào dòng chảy các sự kiện một yếu tố bất định).

Mặc dù bị ám ảnh như vậy với khái niệm tính phản hồi, tôi lại không nhận ra một sai lầm trong ý niệm của Popper về xã hội mở: rằng diễn ngôn chính trị không nhất thiết là nhắm đến việc theo đuổi chân lý. Tôi tin rằng cả Popper và tôi đều phạm phải sai lầm này vì *chúng tôi* đều bận tâm nghĩ đến sự truy tầm chân lý. May mắn thay, những lỗi này không quá tai hại do lập luận ủng hộ tư duy phê phán vẫn không bị ảnh hưởng và những lỗi đó đều có thể sửa được: chúng tôi có thể thừa nhận một sự khác biệt giữa khoa học xã hội và khoa học tự nhiên, và chúng tôi có thể đưa ra việc theo đuổi chân lý như yêu cầu cho một xã hội mở.

Thái độ hậu hiện đại đối với thực tại nguy hiểm hơn nhiều. Trong khi thời Hậu hiện đại ăn điểm thời Khai sáng nhờ việc phát hiện ra rằng có thể thao túng thực tại, nó lại không thừa nhận việc theo đuổi chân lý là một yêu cầu. Hệ quả là nó cho phép sự thao túng thực tại được diễn ra tự do. Nhưng tại sao điều đó lại nguy hiểm? Bởi vì khi không có một hiểu biết đúng đắn, những kết quả của việc thao túng rất có thể sẽ khác hoàn toàn so với những dự tính ban đầu của người thao túng. Một trong những thí dụ thành công nhất của việc thao túng là khi Tổng thống George Bush phát động Cuộc Chiến chống Khủng bố và dùng đó làm luận điệu xâm chiếm Iraq với các lý do sai. Hậu quả ngược hẳn lại với dự định của ông ta: ông ta muốn thể hiện uy quyền tối thượng của Mỹ và thu thập sự ủng hộ về chính trị trong khi làm việc đó, nhưng thực tế thì ông ta lại gây ra một sự tụt dốc về quyền lực và ảnh hưởng của nước Mỹ đồng thời làm mất đi sự ủng hộ về chính trị.

Để canh chừng chống lại mối nguy hiểm từ việc thao túng thực tại, khái niệm xã hội mở mà Karl Popper thiết lập ban đầu cần được chỉnh sửa ở một khía cạnh quan trọng. Cái mà Popper vẫn cho là hiển nhiên thì nay cần phải đưa ra như một đòi hỏi rõ ràng. Popper cho rằng mục đích của tư duy phê phán là để đạt được một hiểu biết tốt hơn về thực tại. Điều đó đúng trong khoa học nhưng không đúng trong chính trị. Mục đích hàng đầu của diễn ngôn chính trị là để đạt được quyền lực và giữ vững quyền lực. Những người không nhận ra điều này *khó* có khả năng đang nắm quyền lực. Cách duy nhất để có thể thuyết phục các chính trị gia tôn trọng thực tại nhiều hơn là: khối cử tri phải nhấn mạnh điều đó, ban thưởng cho những chính trị gia nào nó thấy là trung thực và sáng suốt, và trừng phạt những kẻ nào đã cố tình lừa dối. Nói cách khác, khối cử tri cần phải có cam kết mạnh hơn với việc theo đuổi chân lý so với hiện nay. Không có cam kết đó, nền chính trị dân chủ sẽ không đem lại những kết quả mong muốn. Một xã hội mở chỉ có thể có đức hạnh bằng đức hạnh của những công dân sống trong nó.

THEO ĐUỔI CHÂN LÝ

Giờ đây, khi chúng ta đã biết rằng thực tại có thể bị thao túng thì việc tận tâm theo đuổi chân lý lại còn khó hơn so với thời Khai sáng. Trước hết, xác định được chân lý là cái gì cũng khó hơn. Thời Khai sáng coi thực tại là một thứ gì đó có sẵn một cách độc lập và do đó có thể lĩnh hội được; nhưng khi diễn biến các sự kiện phụ thuộc vào những niềm tin bị thiên kiến cùng những nhận thức sai của những người tham dự, thì thực tại biến thành một mục tiêu di động. Thêm nữa, hoàn toàn không có gì là hiển nhiên tại sao phải đặt việc theo đuổi chân lý lên trên việc theo đuổi quyền lực. Và ngay cả khi khối cử tri đã được thuyết phục để theo đuổi chân lý thì làm sao đây để giữ cho các chính trị gia được trung thực?

Tính phản hồi mang lại phần nào câu trả lời, ngay cả khi nó phải chừa lại không giải quyết nổi vấn đề làm sao giữ cho các chính trị gia được trung thực. Nó dạy chúng ta rằng việc theo đuổi chân lý là quan trọng chính bởi vì nhận thức sai lầm có khả năng mang tới những hậu quả tồi không định trước. Không may là khái niệm tính phản hồi đã không được hiểu đúng. Có thể thấy điều đó từ ảnh hưởng sâu rộng mà truyền thống Khai sáng, và mới đây hơn là cách ngôn hậu hiện đại, đã gây ra trên thế giới quan của người ta. Cả hai cách diễn giải về mối quan hệ giữa tư duy và thực tại đều méo mó. Thời Khai sáng thì bỏ qua chức năng thao túng. Cách tiếp cận hậu hiện đại thì lại đi sang phía cực đoan khác: bằng việc coi thực tại chỉ là một bộ sưu tập những diễn ngôn nhiều khi đối lập nhau, nó đã không trao đủ tầm quan trọng cho khía cạnh khách quan của thực tại. Khái niệm tính phản hồi giúp định rõ điểm thiếu sót trong từng cách tiếp cận. Nhưng vẫn phải nói là tính phản hồi còn lâu mới là một sự biểu đạt hoàn hảo của một thực tại vô cùng phức tạp. Rắc rối chính với khái niệm này là nó tìm cách mô tả mối quan hệ giữa tư duy và thực tại như những thể tách rời, trong khi trên thực tế tư duy là một phần của thực tại.

Tôi đã có được một sự tôn trọng lành mạnh đối với khía cạnh khách quan của thực tại nhờ đã từng sống dưới chế độ Phát xít và từng đầu cơ trên thị trường tài chính. Trải nghiệm duy nhất dạy cho người ta có được nhiều sự tôn trọng đối với một thực tại bên ngoài vượt khỏi tầm kiểm soát của người ta, hơn cả việc mất tiền trong thị trường tài chính, chính là cái chết - nhưng chết lại không phải là một trải nghiệm thực sự trong đời người. Rất khó để một công chúng đã dành nhiều thời gian trong cái thực tại ảo của những show truyền hình, những trò chơi điện tử, và những dạng giải trí khác có được lòng tôn trọng như thế. Cần nhớ rằng người dân ở Mỹ làm mọi cách để phủ nhận và quên đi cái chết. Thế nhưng nếu bạn coi thường thực tại thì nó sẽ sớm bắt kịp bạn. Còn lúc nào tốt hơn chính ngay bây giờ để giúp hiểu rõ hơn lập luận này, khi những hậu quả tồi tệ không định trước của Cuộc Chiến chống Khủng bố hiển hiện rõ ràng, và cái thực tế ảo của những sản phẩm tài chính tổng hợp đã phá vỡ hệ thống tài chính của chúng ta?

CÁCH NGÔN HẬU HIỆN ĐẠI

Tôi vốn không quan tâm lắm tới quan điểm hậu hiện đại cho tới gần đây. Tôi không nghiên cứu quan điểm đó, và tôi không hiểu rõ nó, nhưng tôi sẵn sàng loại bỏ nó ngay lập tức vì có vẻ như nó mâu thuẫn với khái niệm tính phản hồi. Tôi coi thế giới quan hậu hiện đại như một phản ứng quá mức đối với niềm tin quá đáng vào lý tính của thời Khai sáng, cụ thể là niềm tin rằng lý tính có thể lĩnh hội thấu đáo được thực tại. Tôi đã không thấy bất kỳ mối liên hệ trực tiếp

nào giữa cách ngôn hậu hiện đại với những ý thức hệ toàn trị và những xã hội đóng, mặc dầu tôi có thể thấy, nhờ việc là một người cực kỳ dễ dãi trước các quan điểm trái ý, rằng quan điểm hậu hiện đại có khả năng khuyến khích sự phát triển của những ý thức hệ toàn trị. Gần đây tôi đã thay đổi quan điểm của mình. Nay tôi thấy có một mối liên hệ trực tiếp giữa cách ngôn hậu hiện đại với hệ tư tưởng của chính quyền Bush. Hiểu biết này đã đến từ một bài báo hồi tháng Mười năm 2004 của Ron Suskind trong tờ *New York Times*. Ông đã viết như sau:

Vào mùa hè năm 2002... Tôi có một cuộc gặp với một cố vấn cấp cao của Bush. Ông ta bày tỏ sự không hài lòng của Nhà Trắng (về tiểu sử của Paul O'Neil, có tên là *Cái giá của lòng trung*, do Ron Suskind thực hiện[12]), và rồi ông ta kể với tôi một điều mà vào lúc ấy tôi không hiểu hết - nhưng giờ thì tôi tin là điều đó bộc lộ được ruột gan của nhiệm kỳ tổng thống Bush.

Người trợ lý đó nói rằng những người như tôi "ở trong cái mà chúng tôi gọi là cộng đồng dựa trên thực tại," mà ông ta định nghĩa là những người "tin rằng giải pháp đến được là từ việc nghiên cứu sáng suốt về một thực tại có thể nhận thức được." Tôi gật đầu và lẩm bẩm điều gì đó về những nguyên lý khai sáng và chủ nghĩa kinh nghiệm. Ông ta ngắt lời tôi: "Nhưng đó không phải là cách thế giới này thực sự vận hành nữa," ông ta nói tiếp. "Chúng ta giờ đã là một đế quốc, và khi chúng ta hành động thì chúng ta tạo nên thực tại của riêng mình. Và trong khi anh nghiên cứu cái thực tại đó - một cách sáng suốt theo đúng ý anh - thì chúng tôi lại tiếp tục hành động, lại tạo thêm những thực tại mới khác, mà rồi anh cũng lại nghiên cứu những thực tại ấy, và đó là cách mà mọi việc sẽ xảy ra. Chúng tôi là những diễn viên của lịch sử... và anh, tất cả các anh, được chừa lại chỉ để nghiên cứu cái chúng tôi làm thôi."[13]

Người trợ lý này, thấy bảo là Karl Rove, không chỉ thừa nhận rằng chân lý có thể bị thao túng mà còn cổ súy cho việc thao túng chân lý như một lối tiếp cận cao đạo hơn. Điều này cản trở trực tiếp việc theo đuổi chân lý, vừa bằng cách tuyên bố rằng điều đó là hão huyền, vừa bằng cách khiến cho nhiệm vụ đó khó khăn thêm qua việc liên tục thao túng chân lý. Thêm vào đó, lối tiếp cận của Rove còn dẫn đến sự giới hạn tự do bằng việc thao túng công luận để đề cao sức mạnh và đặc quyền của tổng thống. Đó là cái mà chính quyền Bush đã làm khi tuyên bố Cuộc Chiến chống Khủng bố.

Tôi tin rằng Cuộc Chiến chống Khủng bố là một minh họa tuyệt vời cho những hiểm họa nằm trong ý thức hệ của Rove. Chính quyền Bush đã dùng Cuộc Chiến chống Khủng bố để xâm lược Iraq. Đây là một trong những thí dụ thành công nhất của việc thao túng, tuy nhiên những hậu quả của việc đó đối với Hợp chủng quốc Hoa Kỳ và chính quyền Bush thì quả là tồi tệ.

Công chúng đã tỉnh giấc, như thể sau một cơn ác mộng. Công chúng có thể học được gì từ trải nghiệm ấy? Rằng thực tại như một vị đốc công nghiêm khắc, và chúng ta cứ tự ý đùa giỡn với hiểm nguy khi thao túng nó: hậu quả của những hành động của chúng ta rất có thể sẽ khác với những kỳ vọng của chúng ta. Dù có quyền lực đến mấy chúng ta cũng không thể áp đặt ý chí của mình lên thế giới: chúng ta cần phải hiểu thế giới này vận hành như thế nào. Tri thức hoàn hảo tuy không nằm trong tầm với của chúng ta nhưng chúng ta vẫn phải cố đạt tới càng gần nó càng tốt. Thực tại là một mục tiêu di động nhưng chúng ta vẫn cần phải theo đuổi nó. Nói tóm

lại, phải đặt việc hiểu được thực tại lên trên việc thao túng thực tại.

Nhưng thực tế hiện nay cho thấy việc theo đuổi quyền lực có khuynh hướng được đặt trên việc theo đuổi chân lý. Popper và các học trò của ông, trong đó có cả tôi, đã phạm phải một sai lầm khi chúng tôi coi việc theo đuổi chân lý là đương nhiên. Nhận ra sai lầm ấy không dẫn chúng tôi đến việc từ bỏ ý niệm xã hội mở. Ngược lại, kinh nghiệm với chính quyền Bush càng phải củng cố sự cam kết của chúng tôi đối với xã hội mở như một hình thức tổ chức xã hội đáng mong muốn. Tuy nhiên, chúng tôi phải thay đổi định nghĩa rằng thế nào là một xã hội mở. Bên cạnh những đặc tính quen thuộc của một nền dân chủ tự do như tự do bầu cử, các quyền tự do cá nhân, phân quyền, pháp quyền, v.v, thì xã hội mở còn bao gồm một khối cử tri kiên trì đòi hỏi những chuẩn mực nhất định của tính trung thực và lòng thành thực. Đầu tiên chúng ta cần đề rõ ra những chuẩn mực này là gì và sau đó chấp nhận chúng rộng rãi.

NHỮNG CHUẨN MỰC CỦA DIỄN NGÔN CHÍNH TRỊ

Karl Popper, người trước tiên là một triết gia khoa học, đã nói về những chuẩn mực như vậy cho diễn ngôn và thử nghiệm khoa học. Để đưa ra chỉ một thí dụ, các định luật phải kiểm sai được, và các thử nghiệm cần phải tái tạo được thì mới đáng được coi là khoa học. Những chuẩn mực của phương pháp khoa học không thể đem áp dụng trực tiếp cho chính trị học; tuy nhiên chúng được coi là một thí dụ cho loại quy tắc cần được thiết lập.

Chúng ta đã chỉ ra hai điểm khác nhau cốt yếu giữa khoa học và chính trị. Một là chính trị quan tâm nhiều đến việc theo đuổi quyền lực hơn là theo đuổi chân lý. Hai là trong khoa học có một tiêu chuẩn độc lập, tức các dữ kiện, có thể được dùng để đánh giá tính đúng đắn hay giá trị của các mệnh đề. Trong chính trị, các dữ kiện thường phụ thuộc vào các quyết định của những người tham dự. Tính phản hồi đã quăng một chướng ngại vật vào trong mô hình phương pháp khoa học của Popper.

Trong *Giả kim thuật Tài chính*, tôi đã tỏ ra không đồng ý với học thuyết của Popper về thống nhất phương pháp. Tôi lập luận rằng tính phản hồi đã ngăn cản không cho các ngành khoa học xã hội đáp ứng được các chuẩn mực của khoa học tự nhiên. Làm sao có thể kỳ vọng rằng phương pháp khoa học có thể tạo ra những khái quát hóa - những thứ mà nếu suy ngược lại có thể cho ta những dự đoán và giải thích xác định - khi mà dòng chảy các sự kiện vốn dĩ là bất định? Chúng ta phải hài lòng với những suy xét cảm tính và những tình huống dự bị thay vì những tiên đoán xác định. Nhớ lại, có lẽ tôi đã dành quá nhiều thời gian vào việc khảo sát vai trò của các nhà khoa học xã hội nhưng lại không dành đủ thời gian cho việc khảo sát vai trò những người tham dự vào các hoàn cảnh xã hội. Đó là lý do tại sao tôi đã không nhận ra một sai lầm trong khái niệm của Popper về xã hội mở, đó là việc chính trị quan tâm đến việc theo đuổi quyền lực nhiều hơn là việc theo đuổi chân lý. Giờ đây tôi đang sửa lại cái lỗi này bằng cách đề ra yêu cầu rằng tính chân thực và sự tôn trọng đối với thực tại phải là những đòi hỏi dứt khoát cho một xã hội mở.

Rủi thay, tôi không có một công thức rõ ràng để biết làm thế nào đáp ứng được đòi hỏi đó. Tôi chỉ có thể nhận ra đấy là một vấn đề chưa được giải quyết. Chuyện ấy chẳng có gì đáng ngạc

nhiên. Đó không phải là một vấn đề mà một người có thể giải quyết; nó đòi hỏi một sự thay đổi trong thái độ của công chúng.[14]

Tôi tin rằng trong hai trăm năm đầu của nền dân chủ tại Mỹ, diễn ngôn chính trị tuân thủ những chuẩn mực về tính chân thực và tôn trọng ý kiến của đối phương cao hơn ngày hôm nay. Tôi đồng ý rằng người già thường nhìn thời quá khứ đẹp đẽ hơn thời hiện tại, nhưng trong trường hợp này tôi tin rằng tôi có thể chứng minh tuyên bố của mình bằng việc dẫn lại sai lầm của thời Khai sáng. Chừng nào con người còn tin vào năng lực lý tính thì chừng đó họ còn tin vào việc theo đuổi chân lý. Giờ khi chúng ta đã khám phá ra rằng thực tại có thể bị thao túng thì niềm tin đó bị lung lay.

Điều đó dẫn tới cái kết luận đầy nghịch lý rằng những chuẩn mực cao hơn trong chính trị là dựa trên một ảo tưởng, và những chuẩn mực ấy bị hạ giá trị bởi việc phát hiện rằng thực tại có thể bị thao túng. Kết luận này được củng cố bằng việc ngài Rove trên kia đã có thể dắt mũi những người vẫn còn bị huyễn hoặc bởi giả định sai lầm của thời Khai sáng và cố thắng thế bằng những lập luận lý tính hơn là bằng cách cậy đến cảm xúc và không đếm xỉa gì đến các sự kiện. Cuộc Chiến chống Khủng bố đã tỏ ra là câu khẩu hiệu hiệu quả nhất bởi nó khơi gợi thứ xúc cảm mạnh nhất trong mọi xúc cảm là nỗi sợ cái chết.

Để thiết lập lại những chuẩn mực cao hơn vẫn từng thắng thế, người ta phải thừa nhận rằng thực tại vẫn có ý nghĩa mặc dù nó có thể bị thao túng. Nói cách khác, người ta phải chấp nhận tính phản hồi. Đây là một nhiệm vụ không dễ dàng, bởi vì một thực tại phản hồi phức tạp hơn nhiều so với cái thực tại mà thời Khai sáng theo đuổi. Quả thực, thực tại phức tạp đến nỗi ta không bao giờ có thể hiểu nó trọn vẹn. Tuy nhiên, việc hiểu thực tại tốt hơn giờ vẫn có tầm quan trọng không kém so với thời Khai sáng, và về phương diện này thì việc chấp nhận tính phản hồi sẽ đánh dấu một bước tiến quan trọng về phía trước. Đó là điểm mà tôi đã cố gắng đưa ra trong cuốn sách trước của tôi, khi tôi nói rằng chúng ta cần tiến từ Thời đại của Lý Tính sang Thời đại của Tính Có Thể Sai.

TÍNH CÓ THỂ SAI TRIỆT ĐỂ

Tính có thể sai và tính phản hồi là những ý tưởng khó chấp nhận và khó sử dụng. Là người tham dự, chúng ta thường xuyên bị yêu cầu phải đưa ra quyết định và có hành động. Nhưng làm sao ta có thể hành động dù chỉ với một mảy may tự tin khi mà ta có thể sai và các hành động của ta có thể mang lại những hậu quả tồi tệ không mong đợi? Sẽ đáng thèm muốn biết bao nếu như ta có thể cậy nhờ vào một học thuyết hay một hệ thống niềm tin nào đó dám nhận là sở hữu được chân lý tuyệt đối. Rủi thay, cái đáng muốn này lại khó đạt được; chân lý tuyệt đối nằm ngoài tầm với của trí năng con người. Những hệ tư tưởng hứa hẹn một sự chắc chắn tuyệt đối nhất định là sai. Chỉ có hiểu rõ điều này mới có thể ngăn con người không thu nhận một hệ tư tưởng như thế.

Việc chân lý tuyệt đối nằm ngoài tầm với đã không hề phế bỏ tôn giáo. Ngược lại, chỗ nào khả năng thâu nhận tri thức đóng lại thì chỗ đó thế giới của niềm tin mở ra. Xác nhận rằng chúng ta

không thể quyết định dựa trên tri thức cũng tương đương với thừa nhận rằng chúng ta không thể tránh khỏi việc phải dựa vào những niềm tin, dù là niềm tin tôn giáo hay thế tục. Quả thực, tôn giáo đã đóng một vai trò quan trọng trong suốt lịch sử. Nhưng giai đoạn kể từ thời Khai sáng tới nay lại là một ngoại lệ. Niềm tin vào lý tính tạm thời che khuất tôn giáo. Đó là lý do tại sao thế kỷ hai mươi lại bị những hệ tư tưởng thế tục thống trị: chủ nghĩa xã hội, chủ nghĩa cộng sản, chủ nghĩa phát xít, chủ nghĩa xã hội dân tộc, và tôi muốn thêm vào là cả chủ nghĩa tư bản cùng niềm tin vào vai trò của thị trường. Giờ đây khi yếu tố sai lầm trong thế giới quan Khai sáng đã trở nên rõ ràng, những niềm tin tôn giáo lại một lần đứng lên phía trước.

Khoa học không thể chứng minh các tôn giáo hoặc các hệ tư tưởng thế tục là sai bởi vì về bản chất những hệ tư tưởng này không chịu sự kiểm sai. Tuy nhiên, ta nên biết điều để hành động theo cái giả định rằng ta có thể sai. Ngay cả khi không thể chứng minh được một giáo điều là sai thì diễn giải của ta về nó vẫn không thể được chứng minh là đúng.

Cho đến giờ tôi vẫn đang tiếp bước Popper. Tôi muốn tiến xa hơn thế một bước. Popper cho rằng chúng ta *có thể* sai. Giả thuyết của tôi là chúng ta *nhất định* sai. Tôi gọi điều này là định đề của tính có thể sai triệt để. Tôi lấy lập luận sau làm nền tảng cho nó: chúng ta có thể đạt được một sự hiểu biết nào đó về thực tại, nhưng càng hiểu thì lại càng có nhiều điều để hiểu. Đối diện với mục tiêu di động này, chúng ta có khả năng làm quá tải bất kỳ kiến thức nào chúng ta đạt được bằng cách mở rộng nó ra sang cả những lĩnh vực nơi nó không thể được áp dụng. Theo cách này thì ngay cả những lý giải hợp lý về thực tại nhất định cũng sẽ làm nảy sinh ra những lý giải méo mó. Lập luận này giống với Nguyên tắc Peter, cho rằng những nhân viên thạo việc sẽ được thăng tiến cho tới khi họ chạm tới cái ngưỡng không thạo việc của họ.

Tôi thấy luận điểm của mình được bảo vệ bởi những phát kiến của ngành ngôn ngữ học nhận thức. George Lakoff và vài người khác đã chỉ ra rằng ngôn ngữ sử dụng ẩn dụ chứ không phải logic chặt chẽ. Các ẩn dụ làm việc bằng cách luân chuyển những quan sát hay các thuộc tính từ một tập hợp hoàn cảnh này sang một tập hợp hoàn cảnh khác, và việc luân chuyển này bị đẩy đi quá xa là điều gần như không thể tránh khỏi. Có thể thấy điều này rõ nhất trong trường hợp của phương pháp khoa học. Khoa học là phương pháp rất thành công để thu nhận tri thức. Hiểu như vậy dường như có mâu thuẫn với cái định đề về tính có thể sai triệt để, tức là, chúng ta nhất định sẽ sai. Nhưng quá trình đó đã bị đẩy đi quá xa. Do thành công của khoa học tự nhiên, các nhà khoa học xã hội đã cố gắng hết sức để bắt chước khoa học tự nhiên.

Hãy xem xét học thuyết kinh tế cổ điển. Cách nó sử dụng khái niệm cân bằng là bắt chước vật lý học Newton. Nhưng trong thị trường tài chính, nơi mà những kỳ vọng đóng một vai trò quan trọng, luận điểm cho rằng thị trường luôn hướng tới trạng thái cân bằng lại không tương xứng với thực tại. Thuyết kỳ vọng duy lý đã phải vặn vẹo hết cách để tạo ra một thế giới nhân tạo nơi khái niệm cân bằng vẫn tồn tại được, nhưng trong thế giới đó thực tế đã được ép cho phù hợp với lý thuyết chứ không phải là ngược lại. Đây là một trường hợp mà định đề tính có thể sai triệt để có thể áp dụng được.

Ngay cả khi họ không đáp ứng được các quy tắc và chuẩn mực của phương pháp khoa học,

những nhà tư tưởng xã hội lại tìm cách khoác lớp áo khoa học lên trên lý thuyết của mình để đạt được sự công nhận. Sigmund Freud và Karl Marx đều quả quyết rằng lý thuyết của họ định rõ được diễn biến các sự kiện trong những lĩnh vực của riêng mỗi người *bởi vì* chúng mang tính khoa học. (Vào thời đó, các định luật khoa học được coi là tiên định.) Popper đã thành công trong việc lật trái các vị này, bằng cách chỉ ra rằng những lý thuyết của họ không thể được kiểm nghiệm theo cách thức ông đề ra và do đó chúng không phải là khoa học. Nhưng Popper đã đi không đủ xa. Ông không thừa nhận rằng việc nghiên cứu các hiện tượng xã hội đã gặp phải một trở ngại vốn không có trong các khoa học tự nhiên là tính phản hồi và nguyên lý bất định của con người. Kết quả là việc bắt chước mù quáng khoa học tự nhiên đã không tạo được một biểu trưng đầy đủ của thực tại. Cả cân bằng chung lẫn kỳ vọng duy lý đều quá xa rời thực tại. Chúng cho ta những thí dụ về làm cách nào mà một lối tiếp cận tạo ra được những kết quả có giá trị lại trở thành bị khai thác quá đà và chất chồng cho quá tải tới mức không còn giá trị nữa.

Giả sử những phản đối của tôi đối với khái niệm cân bằng chung và kỳ vọng duy lý được người ta nói chung ủng hộ, và rồi các lý thuyết đó bị loại bỏ, thì chúng không còn là thí dụ cho tính có thể sai triệt để nữa. Việc này cho thấy cái sai lầm tệ hại trong định đề của tôi: định đề đó không nhất thiết phải đúng. Hệt như Popper đã đi không đủ xa, tôi đã lại đi quá xa. Chúng ta không nhất thiết phải sai trong mọi hoàn cảnh. Những nhận thức sai lầm có thể được sửa chữa.

Điều này còn giữ lại gì cho định đề của tôi? Định đề ấy đủ điều kiện để được coi là một sai lầm màu mỡ. Nó không thể đúng bởi vì nếu đúng thì nó sẽ rơi vào cùng một nhóm với nghịch lý kẻ nói dối. Còn nếu nó là một lý thuyết khoa học thì nó sẽ bị chứng minh là sai, vì trong lý thuyết của Popper thì chỉ cần một trường hợp đơn lẻ thôi là đủ để kiểm sai một lý thuyết. Nhưng định đề về tính có thể sai triệt để lại không phải là một lý thuyết khoa học. Nó là một giả thiết phục vụ cho lập luận và trong vai trò đó nó đã hoạt động đặc biệt tốt. Nó giúp nhận ra những chuỗi hành động ban đầu là tự-lớn-mạnh và cuối cùng là tự-tan-vỡ, bởi vì ngay từ đầu nó đã giả định rằng những ý tưởng hoạt động tốt rồi sẽ bị khai thác quá đà đến mức mà chúng không hoạt động được nữa. Quả thực, trong suốt quá trình làm nghề đầu tư của mình, tôi đã nhận dạng được nhiều chuỗi bùng-vỡ hơn hẳn số chuỗi xảy ra trên thực tế. Tôi đã loại bỏ phần lớn chúng bằng một quá trình thử-sai. Định đề về tính có thể sai triệt để nhấn mạnh tới sự chệch nhau giữa thực tại và nhận thức về thực tại của những người tham dự, và nó tập trung chú ý vào các ngộ nhận như một yếu tố có tính nguyên nhân của lịch sử. Điều này dẫn tới một diễn giải đặc biệt về lịch sử có thể soi sáng nhiều thứ. Thời hiện tại đây là một thời như thế. Tôi coi Cuộc Chiến chống Khủng bố là một ngộ nhận, hay một ẩn dụ sai lầm, đã mang đến những hậu quả tàn tệ cho nước Mỹ và thế giới. Và nguyên do của cuộc khủng hoảng tài chính đang diễn ra có thể được quy kết trực tiếp cho một lý giải sai lầm về cách vận hành của thị trường tài chính.

Định đề tính có thể sai triệt để và ý tưởng về những sai lầm màu mỡ là những mốc son trong tư tưởng của tôi. Những khái niệm này nghe có vẻ tiêu cực, nhưng chúng không hề tiêu cực. Cái gì chưa hoàn thiện thì còn có thể được cải thiện; tính có thể sai triệt để còn vô cùng nhiều chỗ người ta có thể cải thiện. Trong định nghĩa của tôi, xã hội mở là một xã hội không hoàn thiện, luôn giữ mình cởi mở với các sự cải thiện. Xã hội mở sản sinh ra hy vọng và tính sáng tạo, mặc

dầu xã hội mở thường xuyên bị đe dọa nguy hiểm và lịch sử thì đầy ắp những điều thất vọng. Bất kể những thuật ngữ nghe có vẻ tiêu cực như: hiểu biết không hoàn hảo, tính có thể sai triệt để, sai lầm màu mỡ - quan niệm của tôi về cuộc đời vẫn lạc quan sâu sắc. Đó là do khung khái niệm của tôi thỉnh thoảng lại cho phép tôi tạo ra những cải thiện trong đời thực.

CHƯƠNG 4: Tính Phản Hồi Trong Thị Trường Tài Chính

Cho tới lúc này tôi vẫn còn đang đưa ra các nhận định trừu tượng. Tôi khẳng định rằng có một mối liên hệ hai chiều giữa tư duy và thực tại, và khi vận hành đồng thời theo cả hai chiều nó sẽ đưa một yếu tố không chắc chắn vào trong tư duy của những người tham dự và một yếu tố bất định vào trong diễn biến của các sự kiện. Tôi gọi mối liên hệ hai chiều này là tính phản hồi, và nhận định rằng tính phản hồi chính là điểm khác biệt giữa những sự kiện lịch sử độc đáo và những diễn tiến nhàm chán hàng ngày. Giờ tôi phải đưa ra một bằng chứng cụ thể nào đó cho thấy rằng những sự kiện lịch sử mang tính phản hồi như thế quả thực có diễn ra, và đúng là chúng có tầm quan trọng lịch sử.

Vì mục đích ấy tôi sẽ tìm tới trước tiên không phải lịch sử chính trị mà là thị trường tài chính. Thị trường tài chính cho ta một phòng thí nghiệm tuyệt vời vì ở đó đa số giá cả và các dữ liệu khác đều sẵn có và được định lượng. Trong hình thái chính trị cũng như các hình thái khác của lịch sử đều có vô số quá trình phản hồi, nhưng việc chứng minh và phân tích chúng sẽ khó hơn. Lợi thế chủ yếu của việc dùng thị trường tài chính như một phòng thí nghiệm là ở chỗ: lý thuyết về tính phản hồi của tôi mâu thuẫn trực tiếp với lý thuyết hiện vẫn đang được chấp nhận rộng rãi, cụ thể là niềm tin hiện tại rằng thị trường tài chính có xu hướng tự đạt đến trạng thái cân bằng. Nếu thuyết cân bằng là đúng thì tính phản hồi không thể tồn tại. Cũng thế, nếu thuyết phản hồi là đúng thì thuyết cân bằng không có giá trị. Hành vi của thị trường tài chính cần được diễn giải như một quá trình lịch sử khó dự đoán, hơn là một quá trình được xác định bởi những định luật có giá trị vĩnh cửu. Nếu như diễn giải này được chấp nhận cho thị trường tài chính, ta cũng có thể mở rộng nó sang cho những hình thái khác của lịch sử là nơi khó quan sát tính phản hồi hơn.

Lần đầu tiên tôi xuất bản lý thuyết của mình về thị trường tài chính là trong cuốn *Giả kim thuật Tài chính,* nhưng thuyết phản hồi đã không nhận được bất kỳ sự đánh giá phê bình nghiêm túc nào. Hoàn cảnh giờ đây đang thay đổi. Các nhà kinh tế học nhận ra rằng mô thức hiện hành là chưa thỏa đáng, nhưng họ chưa phát triển được một mô thức mới. Việc bong bóng cho vay dưới chuẩn bị vỡ vào tháng Tư năm 2007 gây ra những đứt gẫy rộng rãi trong thị trường tài chính có khả năng sẽ làm tăng tốc việc phát triển mô thức mới. Tôi tin rằng thuyết phản hồi với tư cách một hiện tượng sẽ được thừa nhận rộng rãi hơn, và lý thuyết của tôi sẽ mang tới một hiểu biết quan trọng về hiện tượng đó. Những quá trình phản hồi, hiện đang lộ diện trên thị trường tài chính và trong nền kinh tế toàn cầu, làm nên một yếu tố quan trọng của cái thực tại mà chúng ta đang đối diện vào thời khắc này của lịch sử. Có nguy cơ rất lớn là chúng sẽ không được hiểu đúng. Đó là một thí dụ nữa cho thấy chức năng nhận thức cần được đặt trước chức năng thao túng để tránh những hậu quả tồi tệ. Tôi sẽ tóm tắt lý thuyết của mình thành những mục lớn ở đây và trong Phần 2 sẽ áp dụng nó vào hoàn cảnh hiện tại.

THUYẾT CÂN BẰNG

Lý thuyết kinh tế vẫn luôn tìm cách bắt chước khoa học tự nhiên. Nó nhắm đến việc xây dựng những khái quát hóa có giá trị vượt thời gian, có thể được dùng một cách thuận nghịch để giải thích và tiên đoán các hiện tượng kinh tế. Đặc biệt, thuyết cạnh tranh hoàn hảo lấy mẫu là vật lý học của Newton bằng cách định ra một trạng thái cân bằng giữa cung và cầu rồi cho rằng giá cả thị trường luôn có khuynh hướng đạt tới trạng thái cân bằng đó. Thuyết này được xây dựng như một hệ thống "hiển nhiên là đúng" kiểu hình học của Euclid: nó dựa trên các định đề, và mọi kết luận của nó đều được rút ra từ những định đề ấy nhờ suy luận logic hay các phép tính toán học. Các định đề định ra các điều kiện lý tưởng nhất định nhưng các kết luận lại được cho là có liên quan đến thế giới thực. Thuyết này cho rằng trong những điều kiện cho trước, việc theo đuổi lợi ích cá nhân một cách tự do không bị kìm hãm sẽ dẫn tới sự phân bổ các nguồn tài nguyên một cách tối ưu. Điểm thăng bằng được đạt tới khi mỗi công ty sản xuất ở mức mà chi phí cận biên của nó ngang bằng với giá thị trường, và mỗi người tiêu dùng mua một lượng sản phẩm có độ thỏa dụng cận biên ngang với giá thị trường. Có thể chứng minh bằng tính toán rằng ở vị thế cân bằng, lợi ích của tất cả những người tham gia là cực đại. Chính lập luận này đã được dùng làm nền móng về lý thuyết cho các chính sách *laissez-faire* thời thế kỷ 19, và nó cũng là cơ sở cho niềm tin vào "phép mầu nhiệm của thị trường" - một niềm tin đã thu được sự chấp nhận rộng rãi dưới thời tổng thống Ronald Reagan.

Một trong những định đề chủ chốt của thuyết này lúc mới được đưa ra là tri thức hoàn hảo. Những định đề khác là: có các sản phẩm thuần nhất và phân chia được, cùng một số lượng đủ lớn những người tham gia, để sao cho không người mua hay người bán nào có thể ảnh hưởng tới giá cả thị trường. Giả định về tri thức hoàn hảo mâu thuẫn trực tiếp không chỉ với tính phản hồi, mà còn cả với ý tưởng về hiểu biết không hoàn hảo trong lập luận thuyết phục của Karl Popper. Đó chính là điều đã khiến tôi đặt nghi vấn về thuyết cân bằng khi còn là sinh viên. Các kinh tế gia cổ điển đã dùng khái niệm tri thức hoàn hảo theo đúng nghĩa mà Popper đã phản đối. Họ là nạn nhân của cái mà giờ tôi gọi là sai lầm thời Khai sáng. Khi những rắc rối nhận thức luận bắt đầu nổi lên, những người cổ vũ học thuyết này thấy rằng họ phải dùng một khái niệm khiêm tốn hơn: thông tin. Trong hình thức hiện đại của mình, thuyết cân bằng chỉ giả định là có thông tin hoàn hảo.[15]

Rủi thay, giả định này hoàn toàn không đủ để nâng đỡ cho những kết luận của lý thuyết. Để bù đắp cho thiếu sót đó, các nhà kinh tế học hiện đại đã viện tới một cách thức khôn khéo: họ nhất định cho rằng các đường cung cầu phải được coi như cho trước một cách độc lập. Họ không trình bày điều này như một định đề mà họ đặt tuyên bố của họ trên nền tảng phương pháp luận. Họ lập luận rằng nhiệm vụ của kinh tế học là nghiên cứu mối quan hệ giữa cung và cầu chứ không phải nghiên cứu riêng từng cái một. Cầu có thể là đề tài thích hợp cho các nhà tâm lý học, cung có thể là địa hạt của các vị kỹ sư hay các nhà khoa học về quản lý: cả hai đều nằm ngoài phạm vi của kinh tế học.[16] Do đó cả cung lẫn cầu đều phải được coi như cho trước. Đó là lý thuyết mà người ta đã dạy khi tôi còn là sinh viên.

Nhưng nếu chúng ta dừng lại để hỏi xem việc nói những điều kiện cung và cầu được cho trước

một cách độc lập có nghĩa là gì, ta sẽ thấy rõ là đã có một giả định khác nữa được đưa vào. Nếu không thì những đường cong đó đến từ đâu? Chúng ta đang làm việc với một giả định đội lốt một công cụ phương pháp luận. Những người tham dự được coi là phải chọn lựa giữa những khả năng thay thế được cho nhau tùy theo cấp độ sở thích của họ. Ở đây, một giả định ngầm là: những người tham dự *biết rõ* những khả năng và sở thích đó là gì.

Như tôi sẽ cố gắng chỉ ra, giả định này không đứng vững được. Hình dạng của những đường cong cung và cầu không thể được coi là cho trước một cách độc lập, bởi cả hai đường cong đó đều có kết hợp những kỳ vọng của những người tham dự về những sự kiện được định hình bởi chính những kỳ vọng của họ. Không ở đâu mà vai trò của những kỳ vọng lại rõ ràng như ở trong các thị trường tài chính. Những quyết định mua và bán đều dựa trên những kỳ vọng về giá cả tương lai, và giá cả tương lai, đến lượt chúng, lại phụ thuộc vào những quyết định mua và bán trong hiện tại.

Nói về cung và cầu như thể chúng được xác định bởi những năng lực độc lập với kỳ vọng của những thành viên thị trường là nói sai. Trong các sách giáo khoa, các đường cung và cầu được biểu diễn như thể chúng bắt rễ vững chắc trong các bằng chứng thực nghiệm. Nhưng không có nhiều bằng chứng cho thấy các đường cung và cầu được cho trước độc lập. Bất kỳ ai từng giao dịch trên các thị trường nơi giá cả liên tục thay đổi đều biết rằng những người tham gia bị ảnh hưởng rất nhiều bởi những diễn biến của thị trường. Giá tăng thường thu hút người mua và ngược lại. Làm thế nào để những khuynh hướng tự-củng-cố này có thể được duy trì nếu các đường cung và cầu thực sự độc lập với giá cả thị trường? Chỉ cần nhìn lướt qua thị trường tiền tệ, cổ phiếu, hàng hóa cũng đủ để khẳng định rằng những khuynh hướng ấy là quy luật chứ không phải là ngoại lệ.

Ý tưởng cho rằng các sự kiện trên thị trường có thể ảnh hưởng tới hình dạng của các đường cong cung cầu bị những người được kinh tế cổ điển nuôi lớn coi là phi lý. Các đường cong cung cầu được cho là xác định giá cả thị trường. Nếu bản thân chúng cũng chịu ảnh hưởng của thị trường thì giá cả sẽ không còn được coi là xác định duy nhất nữa. Khi đó, thay cho trạng thái cân bằng, chúng ta sẽ chỉ còn lại các giá cả luôn dao động. Đó sẽ là một thực tại đổ vỡ. Mọi kết luận của học thuyết kinh tế sẽ mất tính xác đáng của chúng đối với thế giới thực. Chính vì để ngăn chặn hậu quả này mà người ta đã đưa ra cái công cụ phương pháp luận coi những đường cong cung cầu là được cho trước một cách độc lập. Có gì đó mờ ám trong việc sử dụng một công cụ phương pháp luận để che giấu một giả định mà nếu được nêu rõ ra thì sẽ không thể đứng vững được.

Từ hồi tôi còn là sinh viên, các nhà kinh tế học đã làm mọi cách để lắp vai trò của các kỳ vọng vào cho vừa thuyết cạnh tranh hoàn hảo. Họ đã nghĩ ra thuyết kỳ vọng duy lý. Tôi không thể giả vờ là mình hiểu rõ cái thuyết ấy bởi vì tôi chưa bao giờ học nó. Nếu như tôi hiểu đúng thì cái thuyết ấy cho rằng những thành viên thị trường, trong lúc theo đuổi lợi ích vị kỷ, đã ra quyết định dựa trên giả định rằng những thành viên thị trường khác cũng làm đúng như họ. Điều này nghe thì hợp lý nhưng thực ra lại không, do những người tham gia không hành động dựa trên những lợi ích tốt nhất của họ, mà dựa trên*nhận thức* của họ về các lợi ích tốt nhất, và

hai cái này lại không giống nhau. Điều này đã được chứng minh rất thuyết phục bằng những thí nghiệm của ngành kinh tế học hành vi.[17] Những thành viên thị trường hành động dựa trên nền tảng một sự hiểu biết bất toàn, và những hành động của họ có những hệ quả không định trước. Giữa kỳ vọng và kết quả - giữa *ex ante* và *ex post*- có sự thiếu tương xứng, và sẽ không duy lý chút nào nếu người ta hành động dựa trên giả định rằng không có sự phân tách giữa hai điều đó.[18] Thuyết kỳ vọng hợp lý tìm cách khắc phục khó khăn này bằng cách tuyên bố rằng thị trường như một tổng thể sẽ luôn biết nhiều hơn bất kỳ người tham gia riêng lẻ nào - đủ để giúp cho thị trường luôn đúng. Người ta có thể hiểu sai nhiều điều, và những hiểu lầm có thể gây ra những nhiễu loạn ngẫu nhiên, nhưng trong cái phân tích đại cục thì tất cả mọi thành viên thị trường đều dùng cùng một mô hình miêu tả cách thế giới vận hành, và nếu không làm như thế thì họ cũng sẽ học được từ kinh nghiệm để rồi cuối cùng lại quay về dùng cùng một mô hình. Tôi từng nghĩ rằng lối biện giải này quá xa rời thực tại tới mức không buồn bỏ công nghiên cứu nó. Lâu nay tôi vẫn làm việc với một mô hình khác, và việc tôi thành công khi dùng mô hình đó đã biến những kỳ vọng hợp lý trở nên vô nghĩa, bởi vì thành tích của tôi đã vượt xa một độ lệch chuẩn cho phép trong thuyết "bước đi ngẫu nhiên".

MỘT LÝ THUYẾT MÂU THUẪN

Tôi cho rằng các thị trường tài chính luôn luôn sai theo cái nghĩa là chúng vận hành với một định kiến chủ đạo, nhưng trong những diễn tiến bình thường của dòng sự kiện thì chúng có xu hướng tự điều chỉnh những thứ quá đà. Thỉnh thoảng cái định kiến chủ đạo kia có thể tự khẳng định giá trị của nó bằng cách gây ảnh hưởng không chỉ tới giá cả thị trường mà còn cả những yếu tố cơ bản mà giá cả thị trường vẫn được coi là phải phản ánh. Đây chính là điểm mà những người bám sâu vào mô thức chủ đạo hiện hành đã phải khó khăn đến thế để hiểu được. Nhiều nhà phê bình tính phản hồi đã cho rằng tôi đang cố gắng nói đi nói lại điều hiển nhiên, cụ thể là việc những nhận thức thiên kiến của các thành viên thị trường đã ảnh hưởng tới giá cả thị trường. Nhưng điểm then chốt của thuyết phản hồi không phải hiển nhiên như thế; nó cho rằng giá cả thị trường có thể ảnh hưởng tới cả những yếu tố cơ bản. Chính khả năng của thị trường ảnh hưởng tới các yếu tố cơ bản mà chúng được cho là phải phán ánh đã gây ra cái ảo tưởng rằng thị trường xoay sở làm sao để luôn luôn đúng. Thế rồi thay đổi trong những yếu tố cơ bản kia có thể giúp củng cố những kỳ vọng đầy thiên kiến trong một quá trình ban đầu là tự-lớn-mạnh nhưng cuối cùng là tự-tan-vỡ. Dĩ nhiên, những chuỗi bùng-vỡ như thế không phải lúc nào cũng diễn ra. Thường là định kiến chủ đạo kia sẽ tự điều chỉnh trước khi nó có thể ảnh hưởng tới những yếu tố cơ bản. Nhưng việc những chuỗi bùng-vỡ có thể xảy ra đã làm mất giá trị thuyết kỳ vọng hợp lý. Một khi diễn ra, những quá trình bùng-vỡ có thể mang ý nghĩa lịch sử. Đó là điều đã xảy ra vào thời Đại Khủng hoảng, và đó cũng là việc đang diễn ra ngay lúc này mặc dầu nó đang khoác lên một hình dạng rất khác.

Trong *Giả kim thuật Tài chính*, tôi đã dẫn ra nhiều thí dụ về những chuỗi bùng-vỡ hoặc những bong bóng từ thị trường tài chính. Mỗi trường hợp đều có liên quan đến một mối liên hệ phản hồi hai chiều giữa những định giá của thị trường với những cái gọi là các yếu tố cơ bản; mối liên hệ này tạo ra một dạng đoản mạch giữa hai thứ đó, qua đó những định giá thị trường ảnh hưởng tới những yếu tố cơ bản mà chúng vốn được cho là phải phản ánh. Sự đoản mạch này có

thể ở dưới dạng đòn bẩy tài sản chủ sở hữu, tức là phát hành thêm cổ phiếu với giá thổi phồng, nhưng thường hơn nó liên quan đến đòn bẩy nợ. Hầu hết, nhưng không phải tất cả, các trường hợp đều liên quan tới bất động sản, loại thương mại hay cư trú, là nơi mà sự sẵn lòng cho vay ảnh hưởng tới giá trị của tài sản thế chấp. Trong cuộc khủng hoảng ngân hàng quốc tế thời những năm 1980, sự đoản mạch này xảy ra trong lĩnh vực cho vay nợ quốc gia; ở đó không có tài sản thế chấp nhưng sự sẵn lòng cho vay của các ngân hàng đã ảnh hưởng tới cái gọi là tỷ suất nợ, là thứ quyết định khả năng được vay mượn của các quốc gia.

BÙNG NỔ TẬP ĐOÀN VÀO NHỮNG NĂM 1960

Một trong những thành công ban đầu của tôi với tư cách một nhà quản lý quỹ đầu tư là trong việc khai thác tình trạng bùng nổ tập đoàn vào những năm 1960. Sự bùng nổ này bắt đầu khi giới quản lý của một số công ty công nghệ cao chuyên về quốc phòng nhận thấy rằng, sau chiến tranh Việt Nam họ sẽ khó mà duy trì được tốc độ tăng trưởng phổ biến mà các công ty của họ lúc đó đang thụ hưởng. Các công ty như Textron, LTV, và Teledyne bắt đầu dùng cổ phiếu giá tương đối cao của họ để mua lại những công ty kém cỏi hơn, và khi mức tăng trưởng chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phần họ tăng nhanh, thì hệ số giá cả-thu nhập (P/E ratio) của chúng, thay vì co vào, lại nở ra. Họ là những người mở đường. Thành công của những công ty này đã lôi cuốn những người bắt chước; về sau, ngay cả một công ty bèo nhất cũng có thể đạt được hệ số P/E cao hơn bằng cách vung tay thâu tóm các công ty khác. Rồi cuối cùng, một công ty có thể có được hệ số P/E cao hơn chỉ nhờ việchứa hẹn là sẽ dùng hệ số tốt hơn này để đi mua sắm các công ty khác.

Giới quản lý các công ty đã nghĩ ra nhiều thủ thuật kế toán đặc biệt giúp làm nổi trội hơn ảnh hưởng có lợi của việc thâu tóm. Họ cũng đề ra những thay đổi trong những công ty bị thâu tóm: họ phân luồng lại các hoạt động kinh doanh, bán bớt tài sản, và thường là tập trung chú ý vào lợi nhuận, nhưng những thay đổi này không có ý nghĩa bằng ảnh hưởng của của việc thâu tóm lên chỉ số thu nhập bình quân trên cổ phần.

Các nhà đầu tư háo hức đáp ứng lại ngay. Thoạt tiên, hồ sơ của từng công ty được xem xét dựa trên thành tích của chính nó, nhưng dần dần các tập đoàn bắt đầu được xem xét như một nhóm. Một thế hệ các nhà đầu tư khác xuất hiện: những tay quản lý quỹ đầu tư thời kỳ đầu, hay còn gọi là những tay rút súng[19]. Họ lập nên những kênh thông tin trực tiếp với giới quản lý của các tập đoàn, và các tập đoàn đã giao cái gọi là "các cổ phiếu thư tín" trực tiếp cho các nhà quản lý quỹ. Giá bán là giá có chiết khấu so với giá thị trường, nhưng không thể bán cổ phiếu đó trong một thời gian cố định. Rồi dần dần các tập đoàn đã học được cách quản lý cả giá cả cổ phiếu lẫn thu nhập bình quân của các cổ phiếu đó.

Sự bùng nổ các tập đoàn dựa trên một ngộ nhận là niềm tin rằng các công ty phải được định giá theo mức tăng trưởng của thu nhập bình quân trên cổ phiếu mà họ báo cáo, bất chấp cách đạt được sự tăng trưởng đó. Ngộ nhận này bị khai thác bởi các nhà quản lý bằng cách dùng cổ phiếu đã bơm giá của họ mua các công ty khác với giá hời, và nhờ vậy lại càng thổi giá cổ phiếu của họ lên cao hơn nữa. Phân tích ra cho kỹ thì ngộ nhận đó đã không thể được sinh ra nếu các

nhà đầu tư hiểu được khái niệm tính phản hồi và nhận ra rằng chính phép đòn bẩy tài sản, tức là bán cổ phiếu với giá thổi phồng, có thể làm tăng chỉ số thu nhập.

Các hệ số P/E nở ra, và cuối cùng thực tại không thể nâng đỡ nổi kỳ vọng. Ngày càng nhiều người nhận ra điều ngộ nhận vốn là chỗ dựa cho sự bùng nổ này, mặc dầu họ vẫn tiếp tục tham gia trò chơi. Để duy trì đà tăng trưởng thu nhập, các vụ thâu tóm công ty càng lúc càng lớn và cuối cùng các tập đoàn cũng đi đến điểm giới hạn về kích cỡ. Điểm ngoặt xảy ra khi Saul Steinberg của Tập đoàn Reliance tìm cách mua lại ngân hàng Chemical: kế hoạch này đã bị chống đối rồi đánh bại bởi chính giới tinh hoa doanh nghiệp của thời đó.

Khi giá cổ phiếu bắt đầu rớt thì sự suy sụp càng làm cho suy sụp tồi tệ hơn. Do sự định giá cao ban đầu giờ đã giảm xuống, việc thâu tóm thêm các công ty trở nên không thực tế. Những vấn đề nội bộ, vẫn được giấu nhẹm đi trong suốt giai đoạn phát triển nhanh bề ngoài, giờ bắt đầu nổi lên. Những báo cáo thu nhập bắt đầu bộc lộ những điều ngạc nhiên không dễ chịu. Các nhà đầu tư bị vỡ mộng, và giới quản lý tập đoàn trải qua cuộc khủng hoảng của chính mình: sau những ngày tháng thành công mạnh mẽ, giờ đây ít người muốn quay lại làm cái công việc quản lý hàng ngày cực nhọc. Như lời chủ tịch một tập đoàn đã nói với tôi: “Giờ tôi chẳng còn khán giả nào để xem tôi biểu diễn nữa.” Tình trạng này càng trầm trọng hơn do cuộc suy thoái, và nhiều tập đoàn trước bay cao giờ tan rã theo đúng nghĩa đen. Các nhà đầu tư vốn đã được chuẩn bị để tin vào những điều tồi tệ nhất, và điều tồi tệ nhất đã xảy ra với nhiều công ty. Với các công ty khác, thực tại hóa ra lại tốt hơn người ta trông đợi, và cuối cùng thì tình hình cũng ổn định. Các công ty sống sót được, từ từ gượng đứng lên từ đống tro tàn, thường là dưới một nhóm quản lý mới.

CÁC CÔNG TY TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN

Cuộc chạm trán được ghi lại nhiều nhất của tôi với một chuỗi bùng-vỡ chính là cuộc chạm trán với các công ty tín thác đầu tư bất động sản, hay REITs (Real Estate Investment Trusts). Đó là một hình thức tập đoàn doanh nghiệp đặc biệt, sự ra đời của nó là nhờ một bộ luật. Đặc điểm chính của các công ty này là nếu giải ngân hơn 95% thu nhập, chúng có thể phân phối thu nhập mà không phải chịu thuế doanh nghiệp. Gần như không ai biết khai thác cơ hội do bộ luật này tạo ra cho tới năm 1969 khi một vài quỹ tín thác thế chấp được thành lập. Tôi có mặt ở đó khi các quỹ tín thác này ra đời, và nhờ kinh nghiệm còn tươi mới của tôi với các đại tập đoàn, tôi đã nhận ra ngay tiềm năng bùng-vỡ của chúng. Tôi có công bố một báo cáo nghiên cứu, trong đó tôi lập luận rằng phương pháp phân tích chứng khoán vẫn dùng là không thích hợp. Các chuyên gia phân tích cố gắng tiên đoán diễn biến thu nhập tương lai và rồi từ đó ước lượng cái giá mà những nhà đầu tư có lẽ sẵn lòng trả cho những thu nhập đó. Phương pháp này không thích hợp với những công ty tín thác thế chấp địa ốc, do giá cả mà những nhà đầu tư sẵn lòng trả cho những cổ phần là một yếu tố quan trọng để xác định diễn biến thu nhập tương lai. Thay vì tiên đoán các thu nhập và định giá tương lai một cách riêng rẽ, chúng ta phải cố mà tiên đoán diễn biến tương lai của toàn bộ cái quá trình ban đầu là tự-lớn-mạnh nhưng cuối cùng là tự-tan-vỡ này.

Tôi bèn phác ra một vở kịch với bốn hồi. Vở kịch bắt đầu bằng một sự định giá quá cao những quỹ tín thác thế chấp thời đầu, điều này cho phép các quỹ biện minh cho việc phát hành thêm cổ phiếu với giá thổi phồng; thế rồi những kẻ bắt chước đến - họ phá hỏng cơ hội. Vở kịch kết thúc với những vụ phá sản lan rộng.

Báo cáo của tôi có một lịch sử ly kỳ. Nó được đưa ra khi mà các nhà quản lý các quỹ đầu tư vừa phải chịu những tổn thất nặng nề trong việc sụp đổ của các đại tập đoàn. Do được quyền chung hưởng lợi nhuận mà không phải cùng chịu mất mát, họ có xu hướng tóm lấy bất kỳ cái gì có thể duy trì hy vọng thu hồi lại được nhanh chóng những mất mát của mình. Một cách bản năng, họ hiểu quá trình phản hồi diễn ra như thế nào bởi vì chính họ vừa tham dự vào một quá trình như thế, và họ nôn nóng được chơi một lần nữa. Báo cáo của tôi đã có được phản hồi rất lớn, nhưng tôi chỉ nhìn ra mức độ của sự hưởng ứng ấy khi một hôm tôi bỗng nhận được một cú điện thoại từ một ngân hàng ở Cleveland hỏi xin một bản "sạch", bởi vì bản của họ, do bị photocopy quá nhiều, đã không còn đọc được nữa. Lúc ấy mới chỉ tồn tại vài quỹ tín thác thế chấp, nhưng các cổ phiếu của chúng được săn lùng ráo riết tới mức giá cổ phiếu tăng gần gấp đôi trong khoảng chừng một tháng. Cầu sinh ra cung, và một loạt những đợt phát hành mới được đưa ra thị trường. Khi người ta đều thấy rõ rằng nguồn cung của các quỹ tín thác thế chấp là vô tận, giá tụt xuống nhanh gần như cách chúng đã tăng. Rõ ràng những độc giả của bản báo cáo của tôi đã không để tâm tới việc có thể tham gia vào thị trường rất dễ, và sai lầm của họ đã được sửa chữa quá mau lẹ. Tuy nhiên, nhiệt tình ban đầu của họ đã giúp khởi động quá trình tự-lớn-mạnh mô tả trong bản báo cáo. Những sự kiện tiếp theo xảy ra đúng như cách đã vạch ra trong báo cáo. Các quỹ tín thác thế chấp vui hưởng một cuộc bùng nổ, tuy không mãnh liệt như cuộc bùng nổ đã xảy ra sau khi bản báo cáo của tôi được công bố, nhưng hóa ra lại kéo dài bền bỉ hơn.

Trước khi viết bản báo cáo đó, tôi đã đầu tư đậm vào những công ty tín thác thế chấp và thu được một số lợi nhuận khi công chúng đón nhận nghiên cứu của tôi vượt quá mức chờ đợi. Nhưng tôi đã bị cuốn theo bởi chính thành công của mình để đến nỗi lúc gió đổi chiều tôi vẫn đang nắm trong tay một số cổ phiếu. Tôi cố kiên trì, thậm chí còn gia tăng các vị thế của mình trên thị trường. Tôi tiếp tục theo dõi lĩnh vực này trong khoảng một năm hay hơn, và cuối cùng cũng bán hết số cổ phiếu của mình và thu được một món lời khá. Sau đó tôi không còn liên hệ với thị trường này nữa cho đến vài năm sau, khi các khó khăn của chúng bắt đầu nổi lên rõ ràng. Ngay khi nhận thức được các vấn đề ấy, tôi đã thử thiết lập vài vị thế bán khống để đón giá xuống, nhưng tôi đã bị hạn chế vì không còn quen thuộc với các công ty đó nữa. Tuy vậy, khi đọc lại bản báo cáo đã viết từ nhiều năm về trước, tôi thấy nó thuyết phục tới mức đã bán khống cả nhóm công ty gần như không trừ một công ty nào. Khi giá giảm, tôi cố duy trì cùng mức độ đầu tư bằng cách bán khống thêm cổ phiếu. Lời tiên đoán lúc đầu tiên của tôi trở thành sự thực và hầu hết các quỹ tín thác thế chấp đều phá sản. Kết quả là tôi thu được hơn 100 phần trăm lợi nhuận nhờ các vị thế bán của mình - một việc trông có vẻ là "bất khả" do lợi nhuận tối đa của vị thế bán khống chỉ là 100 phần trăm. (Lời giải thích là do tôi vẫn tiếp tục bán khống các cổ phiếu.)

CUỘC KHỦNG HOẢNG NGÀNH NGÂN HÀNG QUỐC TẾ NHỮNG NĂM 1980

Mọi quá trình bùng-vỡ đều hàm chứa một yếu tố ngộ nhận hoặc hiểu lầm. Trong cả hai trường hợp tôi vừa mô tả thì quá trình đều ở dưới dạng đòn bẩy tài sản, tức là phát hành thêm cổ phiếu với giá thổi phồng; làm được vậy là do có ngộ nhận về mức tăng trưởng thu nhập: sự tăng trưởng đạt được nhờ phát hành thêm cổ phiếu với giá thổi phồng được coi trọng ngang với sự tăng trưởng đạt được nhờ những phương cách khác. Các quá trình bùng-vỡ, hay các bong bóng, thường đi cùng với tình trạng tăng vị thế nợ hơn là tăng tài sản, nhưng tôi chỉ phân tích một thí dụ trong sách *Giả kim thuật Tài chính*là cuộc khủng hoảng ngành ngân hàng quốc tế vào những năm 1980, nảy sinh từ việc cho các nước đang phát triển vay quá đà vào những năm 1970.

Sau cuộc khủng hoảng dầu mỏ vào năm 1973, nguyên nhân là do sự thành lập khối OPEC (Tổ chức Các nước Xuất khẩu Dầu hỏa), các ngân hàng ở các trung tâm tiền tệ lớn ngập lụt trong tiền gửi từ các nước sản xuất dầu, rồi các ngân hàng lại chuyển tiền đi tiếp, chủ yếu đến các nước nhập khẩu dầu lúc đó đang cố gắng bù đắp những thâm hụt cán cân thanh toán của chúng. Các ngân hàng đã dùng cái gọi là tỷ suất nợ để ước lượng độ tin cậy tín dụng của các nước vay tiền, nhưng họ đã không nhận ra rằng những tỷ suất nợ đó đã bị ảnh hưởng bởi chính hoạt động cho vay của họ, và khi nhận ra thì đã quá trễ.

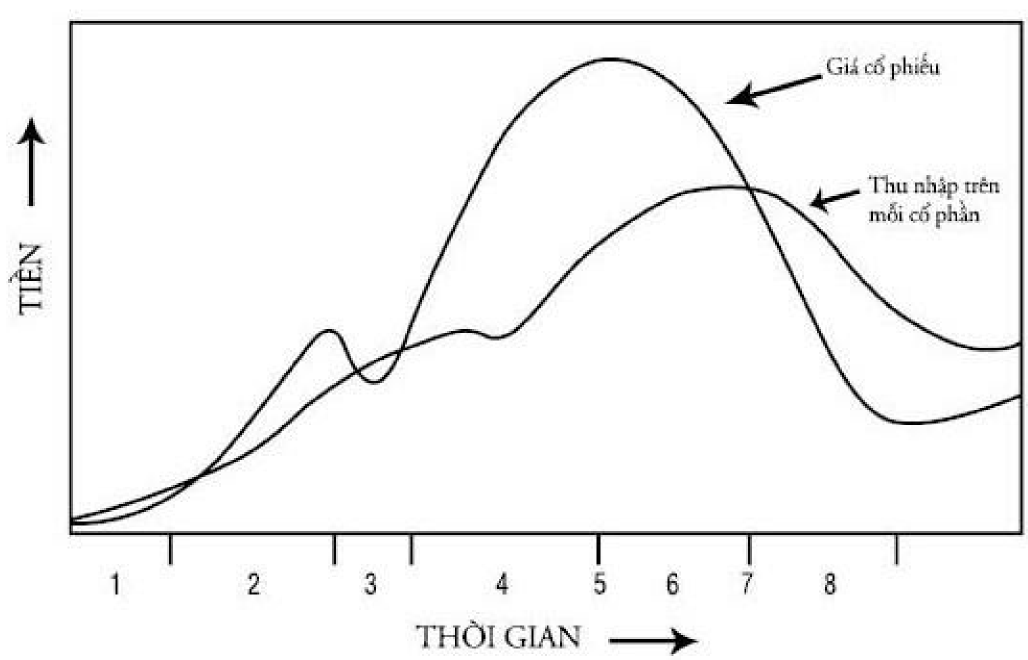
Trong những trường hợp đòn bẩy nợ, ngộ nhận nằm ở chỗ người ta không nhận ra một mối liên hệ hai chiều có tính phản hồi giữa mức độ tin cậy tín dụng của người đi vay và mức độ sẵn lòng cho vay của những người cho vay: thường là có dính líu đến tài sản thế chấp, và dạng tài sản thế chấp phổ biến nhất là bất động sản. Bong bóng nổi lên khi các ngân hàng coi giá trị của khối bất động sản ấy như thể chúng độc lập với sự sẵn lòng cho vay của các ngân hàng dựa trên các tài sản ấy. Khủng hoảng ngân hàng quốc tế vào những năm 1980 có khác ít nhiều. Các con nợ là các quốc gia có chủ quyền, và họ không thế chấp tài sản nào cả. Mức độ tín nhiệm tín dụng của họ được đo bằng tỷ suất nợ, mà tỷ suất này hóa ra lại có tính phản hồi: thay vì được cho trước một cách độc lập, những tỷ suất nợ này của các nước đi vay lại bị phình ra trong suốt những năm 1970 do sự sẵn lòng cho vay của các ngân hàng đi kèm một sự bùng nổ giá cả các hàng hóa. Quốc gia đầu tiên rơi vào khó khăn trầm trọng là Mexico, một nước sản xuất dầu hỏa. (Trước đó là Hungary, nhưng rắc rối đã được kiềm chế.) Tính từ lúc có cuộc khủng hoảng ngân hàng quốc tế vào những năm 1980 tới nay thì tôi đã được chứng kiến nhiều bong bóng bất động sản ở Nhật, Anh, và Hoa Kỳ. Ngộ nhận tự nó có thể biểu hiện dưới nhiều vỏ bọc khác nhau nhưng nguyên tắc cốt lõi thì vẫn thế. Điều kỳ lạ là nó cứ tiếp tục xảy ra hoài.

MÔ HÌNH BÙNG-VỠ

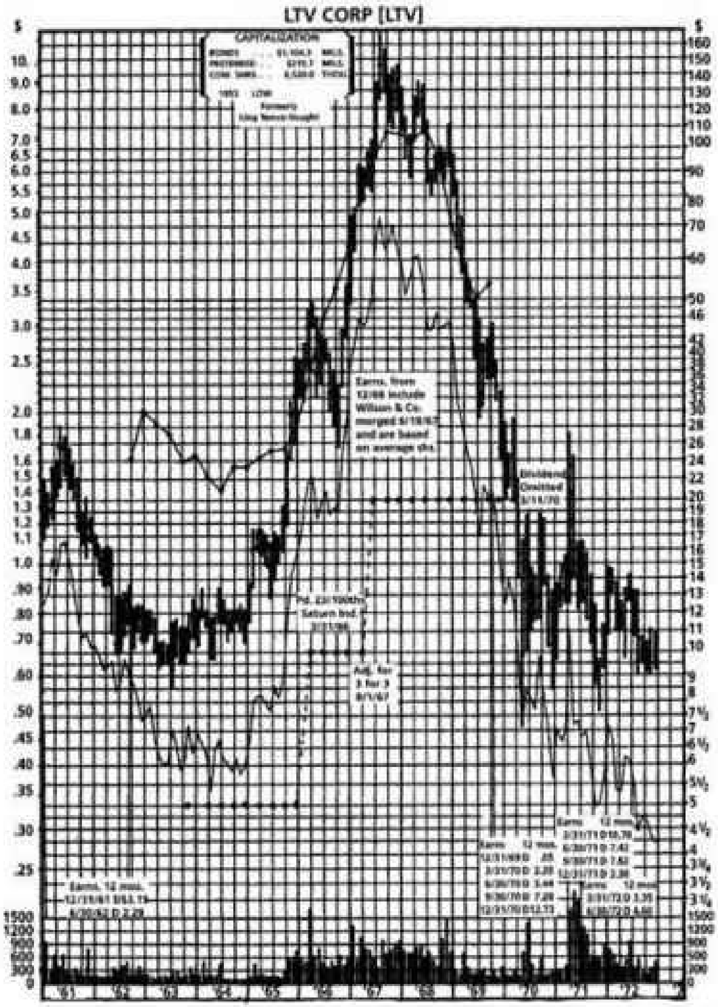
Dùng bùng nổ tập đoàn làm mô hình, tôi đã nghĩ ra một chuỗi bùng-vỡ điển hình. Vở kịch trải qua tám hồi. Nó bắt đầu với một thiên kiến chủ đạo và một xu hướng chủ đạo. Trong trường hợp của sự bùng nổ tập đoàn, thiên kiến chủ đạo là sở thích có được mức tăng trưởng nhanh của chỉ số thu nhập bình quân trên mỗi cổ phần mà không cần quan tâm nhiều đến việc làm sao để có được tăng trưởng đó; còn xu hướng chủ đạo là khả năng của các công ty tạo ra mức tăng trưởng thu nhập trên cổ phần cao bằng cách dùng cổ phiếu của mình để thâu tóm các

công ty khác có giá cổ phiếu thể hiện một hệ số P/E thấp hơn. Trong màn mở đầu (1), xu hướng chưa được nhận ra. Thế rồi đến giai đoạn tăng tốc (2), khi xu hướng này đã được nhận ra và được củng cố bởi thiên kiến chủ đạo kia. Đó là khi quá trình tiến đến gần địa hạt không-hề-cân-bằng. Một giai đoạn kiểm nghiệm (3) có thể chen ngang can thiệp vào khi giá cả bỗng bị thụt lùi. Nếu cả thiên kiến lẫn xu hướng đều vượt qua được kiểm nghiệm, chúng sẽ cùng trỗi lên mạnh hơn bao giờ hết, và những điều kiện không-hề-cân-bằng, mà ở đó những luật thông thường không còn áp dụng được nữa, sẽ được củng cố vững chắc (4). Kết thúc là một thời khắc định đoạt (5), khi thực tại không thể nâng đỡ nổi những kỳ vọng quá đáng, theo sau là một giai đoạn chạng vạng (6), khi người ta tiếp tục chơi trò chơi dù họ đã không còn tin vào nó nữa. Cuối cùng sẽ là một giao điểm (7), khi xu hướng thoái trào và thiên kiến đảo ngược, dẫn tới một sự tuột dốc không phanh thê thảm (8), thường được gọi là sự sụp đổ.

LÝ THUYẾT

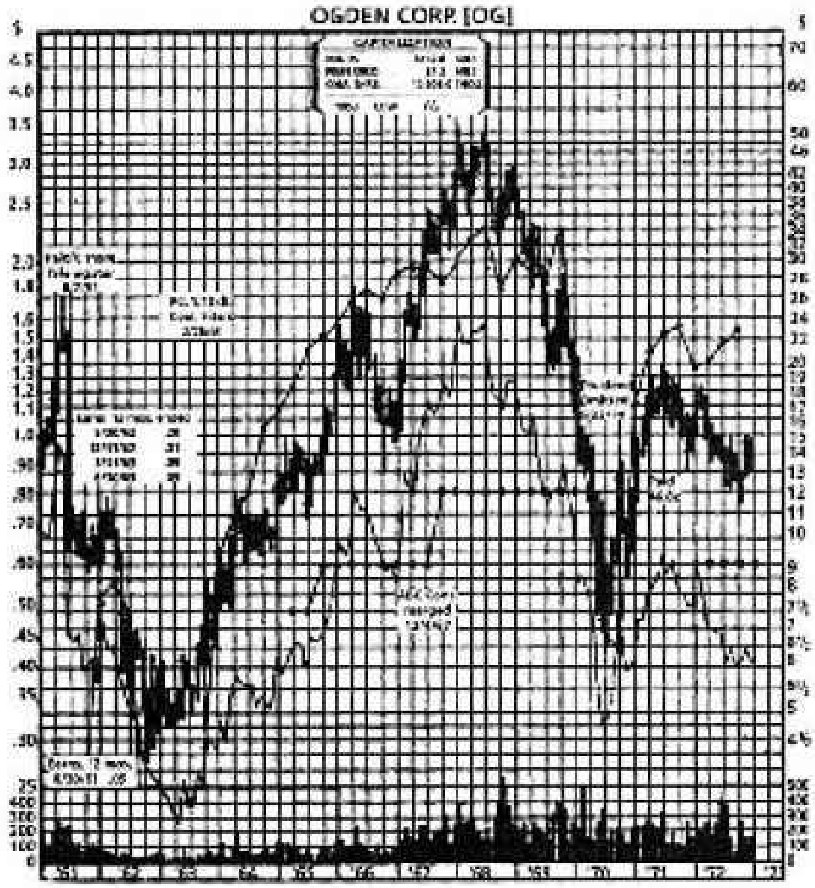


Mô hình bùng-vỡ tôi vẽ ra có một hình dạng bất đối xứng đặc biệt. Nó bắt đầu chậm chạp, tăng tốc từ từ và rơi xuống nhanh hơn lúc lên. Tôi đã chọn một vài thí dụ trong đời thực giống nguyên mẫu - mặc dầu một trong những biểu đồ tôi đang dùng đây, LTV, quá đối xứng để có thể được coi như một minh họa tốt.

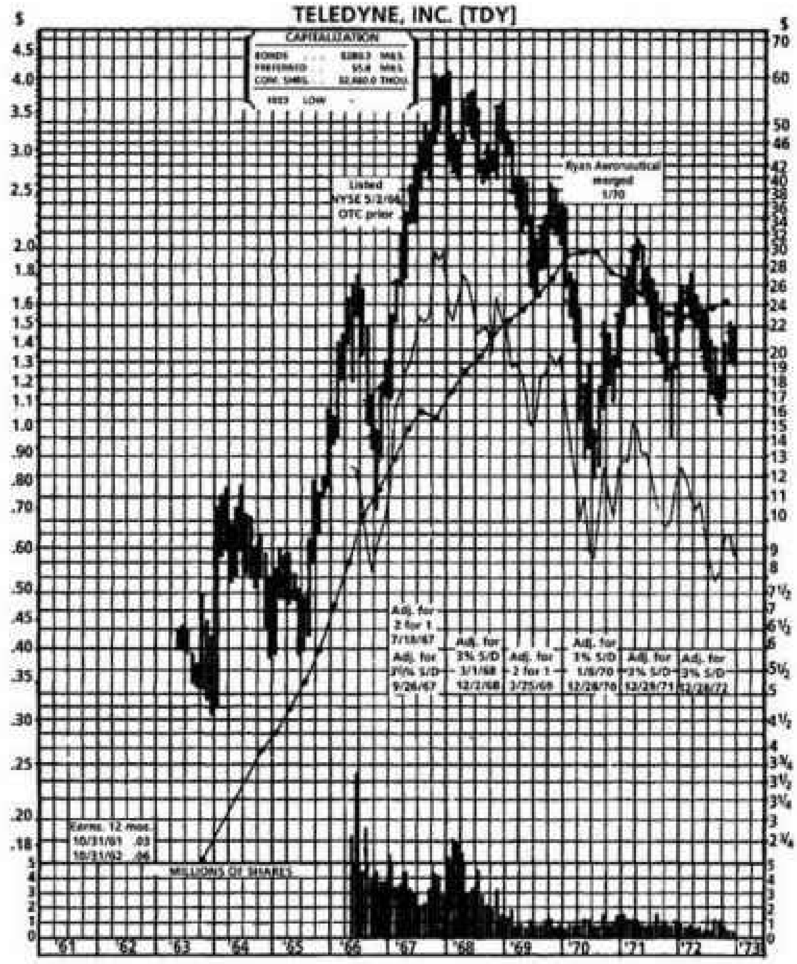


(Số liệu của Công ty Nghiên cứu Chứng khoán (Securities Research Company), một thành viên của Babson – United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116)

Chính cùng một chuỗi như thế này có thể quan sát thấy trong cuộc khủng hoảng ngân hàng quốc tế. Cuộc khủng hoảng này tuân thủ cùng một hình mẫu bất đối xứng - khởi đầu chậm, tăng tốc dần dần trong giai đoạn bùng nổ, thời khắc định đoạt tới và theo sau nó là một giai đoạn chạng vạng, và một sự sụp đổ tai họa. Lý do khiến tôi không dùng nó cho mô thức của mình là vì nó đã không thích hợp để biểu diễn bằng biểu đồ. Với bùng nổ tập đoàn, tôi có thể vẽ một biểu đồ cho thấy giá và thu nhập trên cổ phiếu; còn trong cuộc khủng hoảng ngành ngân hàng quốc tế, tôi không tạo ra được một đồ thị tương tự.



(Nguồn: Securities Research Company, thuộc Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116)



(Nguồn: Securities Research Company, thuộc Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116)

CÁC HÌNH THỨC KHÁC CỦA TÍNH PHẢN HỒI

Tuy nhiên, sẽ là sai lầm nếu nghĩ rằng các quá trình phản hồi luôn thể hiện dưới hình thức một bong bóng. Chúng có thể thể hiện dưới nhiều hình thức. Thí dụ, trong cơ chế tỷ giá thả nổi tự do, mối quan hệ phản hồi giữa định giá của thị trường với cái gọi là những yếu tố cơ bản thường sinh ra những đợt sóng lớn kéo dài nhiều năm. Không có sự khác biệt nào giữa lên với xuống, ngoại trừ trong trường hợp lạm phát không kiềm chế được, cũng chẳng có dấu hiệu nào của sự bất đối xứng vốn là đặc trưng cho các bong bóng; thậm chí lại càng không có bằng chứng của một khuynh hướng trở về trạng thái cân bằng.

Điều quan trọng là nhận ra được rằng, trong thị trường tài chính, những mối quan hệ hai chiều mang tính phản hồi là phổ biến hơn nhiều so với trong các chuỗi bùng-vỡ. Những thành viên thị trường luôn luôn hành động trên cơ sở một sự hiểu biết không hoàn hảo. Hậu quả là giá cả thị trường thường thể hiện cái thiên kiến chủ đạo hơn là thể hiện sự định giá đúng. Trong phần lớn các trường hợp, những bằng chứng sau đó cho thấy sự định giá ban đầu là sai, và thiên kiến kia được sửa chữa chỉ để bị thế chỗ bằng một thiên kiến khác. Rất hiếm khi một thiên kiến chủ đạo khởi động một quá trình ban đầu là tự-lớn-mạnh nhưng cuối cùng là tự-tan-vỡ. Quá trình đó chỉ xảy ra khi thiên kiến chủ đạo đó tìm ra được một chỗ đoản mạch cho phép nó ảnh hưởng tới những yếu tố cơ bản. Việc này thường đi cùng với một sự hiểu lầm hay ngộ nhận. Khi đó cả giá cả thị trường lẫn các điều kiện kinh tế đều di chuyển vượt qua hẳn những giới

hạn tồn tại khi không có sự đoản mạch đó, và sự điều chỉnh, khi xảy ra, có thể có những hậu quả tai họa.

THỊ TRƯỜNG ĐỐI LẠI CÁC NHÀ ĐIỀU HÀNH

Do các thị trường tài chính không có xu hướng tự trở về trạng thái cân bằng nên không thể bỏ mặc chúng tự vận hành. Những khủng hoảng chu kỳ đã sinh ra những cải cách về chính sách điều tiết thị trường. Đó chính là cách thức tiến hóa của ngân hàng trung ương và của việc quản lý các thị trường tài chính. Trong lúc những chuỗi bùng-vỡ chỉ thi thoảng diễn ra, thì tác động qua lại mang tính phản hồi giữa các thị trường tài chính với các cơ quan quản lý tài chính là một quá trình diễn ra liên tục. Điều quan trọng cần phải nhận ra là cả những thành viên thị trường lẫn những giới quản lý về tài chính đều hành động dựa trên một sự hiểu biết không hoàn hảo; đó chính là thứ làm cho mối tương tác qua lại giữa họ có tính phản hồi.

Những ngộ nhận từ mỗi bên thường được giữ trong những ranh giới hợp lý vì giá cả thị trường cung cấp những thông tin hữu ích cho phép cả hai bên nhận ra và sửa chữa những sai lầm, nhưng thỉnh thoảng lại có những sai lầm chứng tỏ mình tự kiểm chứng được, khiến khởi động những vòng lặp tốt hay xấu. Những vòng lặp như thế giống những quá trình bùng-vỡ ở chỗ ban đầu chúng cũng tự-lớn-mạnh và cuối cùng là tự-tan-vỡ. Những vòng lặp này rời rạc cách xa nhau trong khi những mối tương tác có tính phản hồi lại liên tục diễn ra. Vậy tính phản hồi là một điều kiện phổ quát, còn các bong bóng là một trường hợp đặc thù.

Đặc điểm nổi bật của những quá trình có tính phản hồi là chúng chứa đựng một yếu tố không chắc chắn hoặc bất định. Tính không chắc chắn đó bảo đảm rằng hành vi của thị trường tài chính không được định ra bởi những khái quát hóa có giá trị phổ quát mà nó đi theo một lối đi độc nhất không thể đảo ngược. Bên trong quá trình một chiều đó, chúng ta có thể phân biệt giữa những sự kiện nhàm chán hàng ngày, lặp đi lặp lại rất thích hợp làm đối tượng cho những khái quát hóa thống kê, và những sự kiện lịch sử độc nhất vô nhị có hệ quả thực sự là bất định. Bong bóng và những vòng lặp tốt hay xấu khác thuộc về nhóm thứ hai. Tuy nhiên, cần phải nhận ra rằng, những mối liên hệ vòng tròn có tính phản hồi không nhất thiết phải sinh ra những quá trình mang ý nghĩa lịch sử. Những chu trình nào bắt đầu bằng tự-tan-vỡ sẽ biến mất không để lại dấu vết. Những chu trình khác sẽ thui chột dọc đường đi. Chỉ còn tương đối ít chu trình tới được địa hạt không-hề-cân-bằng. Thêm nữa, không có quá trình nào xảy ra trong sự cô lập hoàn toàn. Thường là có nhiều quá trình phản hồi diễn ra cùng lúc, can thiệp lẫn nhau và tạo ra những hình dạng bất thường. Những mẫu thức thông thường chỉ hiện ra trong một vài trường hợp hiếm hoi khi mà một quá trình đặc thù nào đó mạnh quá đến nỗi che át cả những quá trình khác. Có lẽ tôi đã không trình bày điều này đủ rõ trong cuốn *Giả kim thuật Tài chính.*

SAI LẦM TRONG THUYẾT CÂN BẰNG

Thuyết cân bằng không phải là không có ích. Nó cung cấp một mô hình để so sánh với thực tại. Khi nói về những điều kiện không-hề-cân-bằng, tôi cũng đang dùng khái niệm cân bằng.[20]

Và các nhà kinh tế học trước giờ cũng đã nhiều lần cố gắng thử chỉnh lại những mô hình của họ để chúng kết hợp được thực tại. Cái gọi là những mô hình chu kỳ kinh doanh thế hệ hai đã tìm cách phân tích những hoàn cảnh bùng-vỡ. Tôi không thể thẩm định giá trị của những mô hình này, nhưng rõ ràng là chúng thiếu tính đơn giản của mô hình bùng-vỡ của tôi. Chúng làm tôi nhớ lại những nhà thiên văn thời tiền Copernic cố điều chỉnh mô thức của họ - vốn là hình tròn - cho phù hợp với quỹ đạo của các hành tinh vốn có dạng ê-lip.

Giờ là lúc để có một mô thức mới, và mô thức ấy đã có sẵn trong thuyết phản hồi - ý tôi là cả thuyết ấy nói chung chứ không phải chỉ có mô hình bùng-vỡ. Tuy nhiên, lý thuyết ấy sẽ không thể hy vọng có được sự chấp nhận về mặt khoa học nếu không có một sự xem xét căn bản điều mà người ta trông đợi từ một lý thuyết dùng để giải quyết các hiện tượng xã hội. Nếu như phải đáp ứng được các chuẩn mực và tiêu chí vẫn áp dụng cho các lý thuyết khoa học tự nhiên thì thuyết phản hồi không thể nào đủ tiêu chuẩn, bởi vì nó cho rằng có một sự khác biệt căn bản về cấu trúc giữa các sự kiện xã hội và các sự kiện tự nhiên. Nếu tính phản hồi đưa vào những sự kiện xã hội một yếu tố không xác định, thì những sự kiện ấy sẽ không thể nào được tiên đoán một cách xác định.

Mô thức chủ đạo hiện nay cho rằng thị trường tài chính có xu hướng trở về trạng thái cân bằng. Điều đó dẫn đến quan niệm rằng giá cả thực tế chệch khỏi cân bằng lý thuyết một cách ngẫu nhiên. Tuy có thể xây dựng những mô hình lý thuyết theo cách ấy, nhưng nếu tuyên bố rằng những mô hình đó thích hợp với thế giới thực thì vừa sai vừa làm người ta lạc lối. Tuyên bố như thế là không tính đến khả năng rằng những sự lệch chuẩn đó có tính tự củng cố theo cái nghĩa rằng chúng có thể làm biến đổi sự cân bằng lý thuyết kia. Khi điều đó xảy ra, những tính toán rủi ro và những thủ thuật giao dịch dựa trên những mô hình này dễ bị tan vỡ. Vào năm 1998, Quỹ Quản lý Vốn Dài hạn, một quỹ đầu tư có hệ số nợ rất cao dùng đúng những thủ thuật giao dịch như thế và được tư vấn bởi hai nhà kinh tế đoạt giải Nobel nhờ sáng chế ra các mô hình ấy, đã gặp nạn và phải nhờ Chi cục Dự trữ Liên bang New York cứu giúp. Các kỹ thuật và mô hình ấy đã được thay đổi nhưng lối tiếp cận căn bản không bị bỏ đi. Người ta quan sát thấy những sự chệch giá không phân bổ theo đồ thị hình chuông thông thường mà có một cái đuôi dày. Để đối phó với rủi ro tăng thêm do hiện tượng này gây ra, người ta đã đưa ra những thử nghiệm sức bền để hỗ trợ cho những tính toán về giá trị chịu rủi ro. Nhưng lý do vì sao có những cái đuôi dày thì vẫn không giải thích được. Có thể tìm thấy lý do ở trong những dao động giá tự tăng cường; nhưng người ta vẫn tiếp tục lờ đi tính phản hồi, và việc dùng những mô hình đã có lỗi - đặc biệt là việc thiết kế ra những công cụ tài chính tổng hợp - vẫn tiếp tục lan rộng. Đó là gốc rễ của cuộc khủng hoảng tài chính đang diễn ra, điều này sẽ được bàn tới trong Phần 2 của sách.

TỪ BỎ SỰ THỐNG NHẤT PHƯƠNG PHÁP

Chính niềm tin rằng các thị trường có xu hướng tự trở về trạng thái cân bằng đã sản sinh ra những chính sách tìm cách thả cương cho thị trường tài chính. Tôi gọi những chính sách này là chủ nghĩa thị trường cực đoan chính thống, và tôi cho rằng so với những giáo điều toàn trị thì chủ nghĩa này cũng chẳng tốt gì hơn. Cả hai ý thức hệ ấy đều khoác lên mình chiếc áo giả danh

khoa học nhằm làm cho chúng dễ được chấp nhận hơn, nhưng những lý thuyết mà chúng viện ra không thể đứng nổi trước thử thách của thực tại. Chúng dùng phương pháp khoa học để thao túng thực tại chứ không phải để hiểu thực tại. Việc phương pháp khoa học có thể bị sử dụng theo cách như thế chính là một dấu hiệu báo động rằng có gì đó sai trong việc áp dụng cùng các phương pháp và tiêu chuẩn cho cả khoa học tự nhiên lẫn khoa học xã hội. Như tôi từng chỉ ra trong bàn luận của tôi về nguyên tắc bất định của con người, việc đưa ra những mệnh đề về những hoàn cảnh xã hội có thể ảnh hưởng tới chính những hoàn cảnh ấy. Nói cách khác, hoàn cảnh xã hội có thể bị thao túng. Một trong những đóng góp của Karl Popper là chỉ ra rằng những ý thức hệ toàn trị không đủ tiêu chuẩn để được gọi là khoa học. Nhưng Popper đã không đi đủ xa. Ông đã không nhận ra rằng kinh tế học chính thống cũng có thể bị khai thác theo cùng một cung cách phi khoa học như thế. Sai lầm nằm trong chính học thuyết về thống nhất phương pháp. Chính việc ban cho khoa học xã hội một vị thế như khoa học tự nhiên đã cho phép người ta sử dụng các phương pháp khoa học cho mục đích thao túng hơn là cho mục đích nhận thức.

Tuy nhiên, có thể tránh được cái bẫy đó. Chúng ta chỉ cần làm một việc là từ bỏ giáo điều ấy và thâu nhận thuyết phản hồi. Nhưng sẽ phải trả một cái giá đắt: các nhà kinh tế học phải chấp nhận vị thế của họ bị suy giảm. Thế nên việc họ kháng cự lại là không có gì đáng ngạc nhiên. Nhưng nếu mục tiêu là theo đuổi chức năng nhận thức thì đáng trả cái giá ấy lắm chứ. Thuyết phản hồi không chỉ mang lại một lý giải tốt hơn về cách vận hành của các thị trường tài chính, nó còn không tiếp tay cho việc thao túng thực tại như những lý thuyết khoa học chủ đạo hiện nay, bởi vì nó tránh đưa ra những tuyên bố quá đáng về khả năng của mình trong việc tiên đoán và giải thích các hiện tượng xã hội. Một khi chúng ta đã thừa nhận rằng thực tại có thể bị thao túng, ưu tiên tối thượng của chúng ta phải là ngăn chặn, không để chức năng thao túng can thiệp vào việc theo đuổi tri thức. Thuyết phản hồi phục vụ tốt mục tiêu đó bằng cách tuyên bố rằng các sự kiện xã hội trở nên không thể dự đoán được bất cứ khi nào tính phản hồi chứng tỏ sự hiện diện của nó. Theo đó chúng ta phải giảm bớt những kỳ vọng của mình dành cho các ngành khoa học xã hội. Chúng ta không thể kỳ vọng những sự kiện có tính phản hồi được xác định duy nhất dựa theo những khái quát hóa có giá trị vượt thời gian khi mà tính phản hồi vẫn hàm chứa một yếu tố không chắc chắn và bất định (*không chắc chắn* là liên quan tới tư duy của những người tham dự, trong khi *bất định* là liên quan tới quá trình diễn biến của các sự kiện).

Có thể có một lập luận phản đối việc từ bỏ học thuyết thống nhất phương pháp, đó là không thể vạch một đường ranh cứng nhắc giữa các khoa học tự nhiên và xã hội. Nhưng nếu đi theo lập luận này thì chúng ta khỏi cần bận tâm đến cái thực tế là đường ranh phân chia giữa các khoa học tự nhiên và các khoa học xã hội là một đường mờ nữa. Bất kỳ lúc nào tính phản hồi ngóc cái đầu xấu xí của nó lên thì chúng ta phải giảm bớt kỳ vọng của mình xuống thôi.

MÔ THỨC MỚI

Cho phép tôi được nói rõ cách mô thức mới này khác mô thức cũ ra sao trong trường hợp của thị trường tài chính. Thay vì luôn luôn đúng, các thị trường tài chính lại luôn luôn sai. Tuy nhiên, chúng có khả năng vừa tự sửa chữa lại vừa thỉnh thoảng biến những sai lầm của mình

thành hiện thực nhờ một quá trình tự hợp lý hóa có tính phản hồi. Nhờ cách đó mà chúng mới có thể "coi bộ" lúc nào cũng đúng. Nói cho cụ thể, các thị trường tài chính không thể tiên đoán những đợt suy sụp kinh tế một cách chính xác, nhưng chúng có thể gây ra những đợt suy sụp ấy.

Những thành viên thị trường vốn hành động dựa trên một sự hiểu biết không hoàn hảo. Họ ra quyết định dựa trên những lý giải về thực tại đầy sai lệch, thiên kiến và không đầy đủ, chứ không phải dựa trên tri thức; và kết quả có nhiều khả năng chệch khỏi kỳ vọng. Sự đi chệch đó mang lại một phản hồi có ích mà dựa trên đó họ có thể điều chỉnh hành vi. Ít có khả năng một quá trình như thế lúc nào cũng cho ra kết quả thỏa mãn. Thật vậy, thị trường rời khỏi trạng thái cân bằng lý thuyết với tần suất gần như ngang với chúng tiến tới trạng thái cân bằng ấy, và chúng có thể bị mắc vào những quá trình ban đầu là tự-lớn-mạnh nhưng cuối cùng là tự-tan-vỡ. Các bong bóng thường dẫn tới các cuộc khủng hoảng tài chính. Các cuộc khủng hoảng, đến lượt mình, lại dẫn đến sự điều tiết chính sách cho các thị trường tài chính. Đó là cách mà hệ thống tài chính đã tiến hóa - những cuộc khủng hoảng chu kỳ dẫn đến những cải cách chính sách điều hành thị trường. Đó cũng là lý do tốt nhất để lý giải các thị trường tài chính như một quá trình lịch sử, và đó cũng là lý do tại sao không thể hiểu được quá trình đó nếu không tính đến vai trò của các nhà điều hành thị trường. Vắng các cơ quan điều hành thị trường, thị trường tài chính chắc chắn sẽ suy sụp, nhưng trên thực tế hiếm khi thị trường suy sụp bởi thị trường thường xuyên vận hành dưới sự giám sát liên tục, và ngay cả nếu các tổ chức quản lý thị trường khi bình thường thì rất chậm chạp, thì khi nguy cấp họ cũng lại trở nên lanh lẹn - ít nhất là trong những nền dân chủ.

Hầu hết các quá trình có tính phản hồi đều liên quan tới một sự tương tác giữa những thành viên thị trường và những người điều hành. Để hiểu được mối tương tác đó, điều quan trọng phải nhớ là các nhà điều hành cũng dễ sai y như những người tham gia. Những thay đổi trong môi trường luật lệ điều hành đặt mỗi cuộc khủng hoảng vào một bối cảnh lịch sử độc nhất của nó. Chỉ điều đó thôi cũng đủ để xác nhận cho tuyên bố của tôi rằng hành vi của các thị trường tốt nhất nên được coi là một quá trình lịch sử.

Những người theo phái thị trường chính thống đổ lỗi về các thất bại của thị trường cho tính có thể sai của các nhà điều hành thị trường, và họ đúng một nửa: cả thị trường lẫn giới điều hành chính sách đều có thể sai. Cái mà những người theo phái thị trường chính thống sai hoàn toàn là việc họ cho rằng cần phải bỏ hết mọi sự điều tiết đi do tính có thể sai của *những người điều hành*. Điều đó ngẫu nhiên lại là nghịch đảo của một số giáo điều cho rằng cần phải loại bỏ các thị trường đi do tính có thể sai của chúng. Karl Popper (và Friedrich Hayek) đã từng chỉ ra những mối nguy hiểm của các ý thức hệ kiểu đó. Hiểu biết của chúng ta về thực tại sẽ khá lên nhiều nếu chúng ta nhận ra được đặc điểm ý thức hệ của phái thị trường chính thống. Việc các nhà điều tiết có thể sai không chứng tỏ được rằng các thị trường là hoàn hảo. Nó chỉ đơn giản biện minh cho việc phải xem xét và cải thiện môi trường chính sách điều hành thị trường.

Khi nào thì những mối liên hệ có tính phản hồi - vốn có nhiều trên các thị trường tài chính - chuyển thành những quá trình tự củng cố có ý nghĩa về mặt lịch sử, ảnh hưởng đến không chỉ

giá cả trên thị trường tài chính mà còn cả cái gọi là những yếu tố cơ bản được coi là phản ảnh qua giá? Đó là câu hỏi mà một lý thuyết về tính phản hồi phải trả lời được nếu nó có chút ít giá trị nào. Chủ đề đó xứng đáng được khảo sát chi tiết hơn, nhưng dựa trên những lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, giả thuyết sơ bộ của tôi là: *để sinh ra một quá trình bùng-vỡ, phải vừa có một dạng tín dụng hay đòn bẩy nào đó, vừa có một dạng ngộ nhận hay lý giải sai nào đó.* Đó là giả thiết mà nay tôi đưa ra để được kiểm nghiệm. Như tôi đã nói trước kia, thức nhận chính mà khung khái niệm của tôi mang lại là những sai lầm về nhận thức đã đóng một vai trò quan trọng trong việc làm nên lịch sử. Thông điệp này đặc biệt có ý nghĩa để hiểu được cái gì đang diễn ra trong các thị trường tài chính vào thời khắc hiện tại này của lịch sử.

Một trong những khác biệt chính giữa mô thức mới và mô thức cũ là mô thức mới có một lối tiếp cận cẩn trọng hơn đối với việc dùng tiền nợ. Thuyết phản hồi nhận ra rằng những yếu tố bất định thường đi kèm với tính có thể sai của cả những nhà điều hành thị trường lẫn những thành viên thị trường. Mô thức chủ đạo hiện nay chỉ thừa nhận những rủi ro đã biết mà không tính đến những hậu quả của chính những yếu kém và những sai lầm về nhận thức của chính nó. Điều này nằm ở chính gốc rễ của cuộc khủng hoảng hiện thời.

PHẦN II: Khủng Hoảng Hiện Tại Và Sau Đó

CHƯƠNG 5: Giả Thuyết Siêu Bong Bóng

Chúng ta đang ở giữa một cuộc khủng hoảng tài chính từ hồi Đại Suy Thoái những năm 1930 tới nay mới gặp lại. Nhưng chắc chắn đây không phải là khúc dạo đầu cho một cuộc Đại Suy Thoái khác. Lịch sử không lặp lại. Người ta sẽ không cho phép hệ thống ngân hàng sụp đổ như đã từng sụp đổ vào năm 1932, chính xác là bởi vì sự sụp đổ của nó sau đó đã gây ra Đại Suy Thoái. Cùng lúc đó, cuộc khủng hoảng hiện nay không thể so được với những cuộc khủng hoảng theo chu kỳ vẫn ảnh hưởng tới các phân khúc nhất định của hệ thống tài chính từ những năm 1980 - như cuộc khủng hoảng hệ thống ngân hàng quốc tế vào năm 1982, khủng hoảng quỹ tín dụng vào năm 1986, sụp đổ bảo hiểm danh mục đầu tư vào năm 1987, thất bại của công ty Kidder Peabody vào năm 1994, khủng hoảng các thị trường mới nổi năm 1997, thất bại của Quỹ Quản lý Vốn Dài hạn năm 1998, và bong bóng công nghệ năm 2000. Cuộc khủng hoảng lần này không khu biệt vào một công ty nào hay một phân khúc đặc thù nào của hệ thống tài chính; nó đã đẩy toàn hệ thống đến bờ sụp đổ, và việc kiềm chế nó hiện nay là rất khó khăn. Việc này sẽ có những hậu quả về lâu dài. Đó không còn là chuyện thường ngày nữa mà là sự kết thúc của một kỷ nguyên.

Để giải thích điều tôi muốn nói trong lời tuyên bố to tát trên, tôi sẽ phải viện đến thuyết phản hồi và mô hình bùng-vỡ mà tôi đã giới thiệu ở chương 4, nhưng phần giải thích mà tôi đưa ra sẽ không đơn giản chút nào. Không phải chỉ có một quá trình bùng-vỡ hay một bong bóng cần xem xét mà có tới hai cái: bong bóng địa ốc và cái mà tôi gọi là một siêu bong bóng dài hạn hơn. Bong bóng địa ốc khá dễ hiểu; siêu bong bóng thì phức tạp hơn nhiều. Vấn đề càng phức tạp hơn khi hai bong bóng này không phát triển riêng rẽ; chúng bám chắc vào lịch sử của giai đoạn. Đặc biệt, sẽ không thể hiểu được hoàn cảnh hiện tại nếu không xét tới những vấn đề như: sức mạnh kinh tế của Trung Quốc, Ấn Độ, cùng vài nước sản xuất nguyên liệu thô và dầu hỏa; sự bùng nổ hàng hóa; hệ thống tỉ giá với một phần là thả nổi, một phần là neo vào đồng đô-la và một phần nữa nằm giữa hai phương thức đó; và việc phần còn lại của thế giới càng ngày càng không muốn giữ đô la nữa.

BONG BÓNG ĐỊA ỐC MỸ

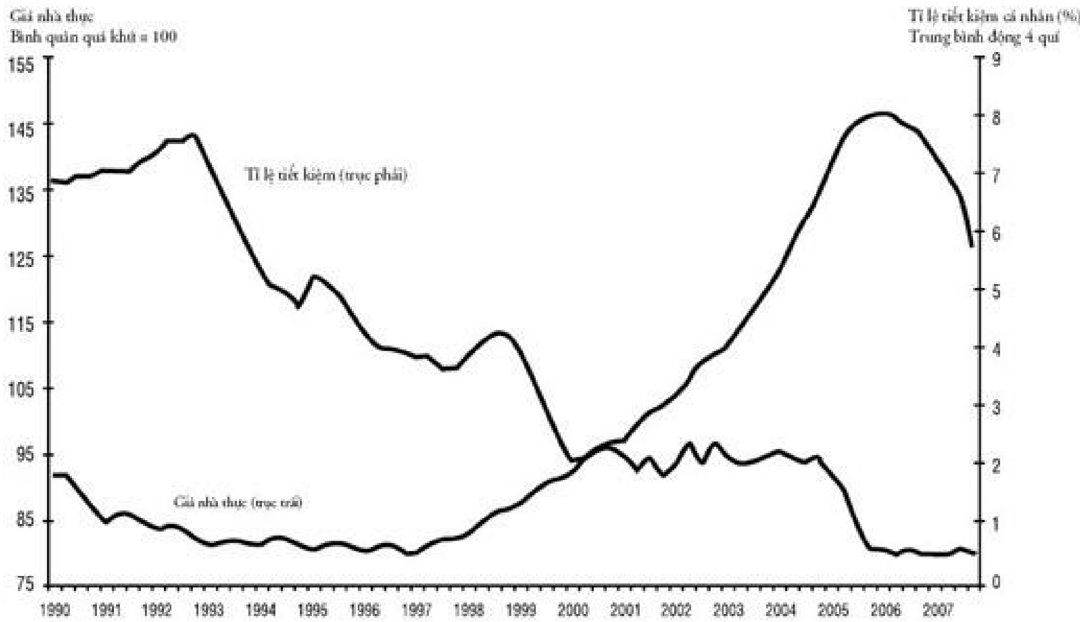
Sau khi bong bóng công nghệ bị vỡ vào năm 2000 và cuộc tấn công khủng bố 11 tháng Chín năm 2001, Cục Dự trữ Liên bang đã hạ lãi suất quỹ liên bang xuống còn 1% và giữ ở mức đó cho đến tận tháng Sáu năm 2004. Điều này cho phép hình thành một bong bóng địa ốc tại Hoa Kỳ. Có thể thấy những bong bóng tương tự xuất hiện ở nhiều nơi khác trên thế giới, đặc biệt ở Anh, Tây Ban Nha, và Úc. Nhưng điều khiến cho bong bóng địa ốc Mỹ đứng vượt ra khỏi những bong bóng kia là ở quy mô và tầm quan trọng của nó đối với nền kinh tế toàn cầu và hệ thống

tài chính quốc tế. Thị trường địa ốc quay đầu ở Tây Ban Nha sớm hơn ở Mỹ, nhưng ít ai chú ý tới việc đó ngoại trừ ở địa phương. Ngược lại, chứng khoán các khoản vay thế chấp địa ốc Hoa Kỳ đã được phát hành rộng rãi trên toàn thế giới với nhiều tổ chức nắm cổ phiếu ở châu Âu, đặc biệt là ở Đức, dự phần còn sâu hơn cả những tổ chức của Mỹ.

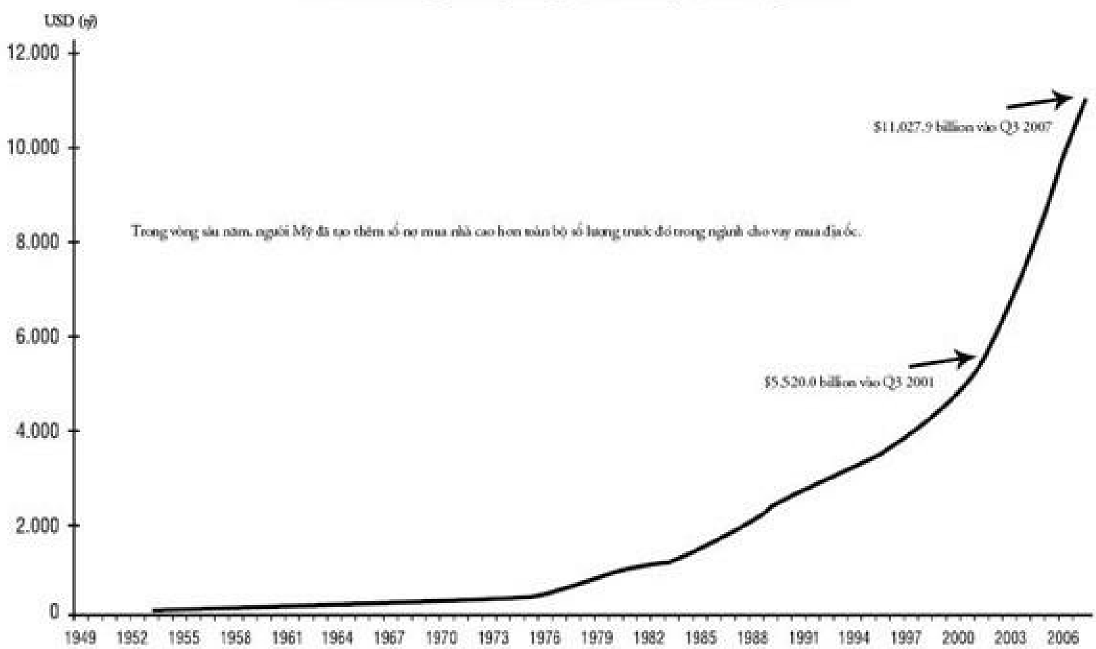
Xem xét riêng biệt thì bong bóng địa ốc Mỹ đã đi theo đúng lộ trình được mô hình bùng-vỡ của tôi đề ra cho nó. Ở đây cũng có một xu hướng chủ đạo - là sự nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay một cách tích cực chưa từng có và việc mở rộng các hệ số kích cỡ khoản vay trên giá trị - và xu hướng này được tiếp sức bởi một ngộ nhận chủ đạo là giá trị của khoản cầm cố không bị ảnh hưởng bởi sự sẵn lòng cho vay. Đó là ngộ nhận phổ biến nhất và đã thổi bùng lên những bong bóng trong quá khứ, đặc biệt là trong lĩnh vực bất động sản. Kỳ lạ ở chỗ là vẫn chẳng ai chịu học bài học đó.

Sự lớn lên của bong bóng có thể được minh họa một cách sống động qua một vài biểu đồ. Ở Biểu đồ 1, đường đi xuống cho thấy tỉ lệ tiết kiệm (trục bên phải), còn đường đi lên cho thấy giá nhà đã điều chỉnh cho lạm phát. Biểu đồ 2 cho thấy sự gia tăng chưa từng thấy trong nợ thế chấp mua nhà. Trong vòng có sáu năm, người Mỹ đã thêm vào một số nợ thế chấp mua nhà cao hơn toàn bộ số lượng trước đó trong thị trường thế chấp. Biểu đồ 3 cho thấy sự suy giảm trong chất lượng tín dụng. Do các tổ chức đánh giá độ tín nhiệm đã đánh giá dựa trên thiệt hại trong quá khứ mà thiệt hại này cải thiện trong giai đoạn giá nhà tăng, khiến các tổ chức này trở nên ngày càng rộng lượng hơn trong việc định giá các giấy tờ vay nợ có thế chấp (CMOs). Cùng lúc đó, các hãng mở khoản cho vay thế chấp (mortgage originators) ngày càng trở nên hung hăng trong những cung cách cho vay mua nhà ở (điều đó không được thấy trong biểu đồ này). Về cuối, người ta có thể mua nhà mà không phải đặt tiền và không bị hỏi câu nào. Các khoản vay đời 2005 và 2006 và các khoản vay loại Alt-A có chất lượng đặc biệt thấp. Biểu đồ 4 cho thấy sự gia tăng các khoản vay dưới chuẩn và loại Alt-A. Vào năm 2006, 33 phần trăm các khoản vay là rơi vào hai loại này. Biểu đồ 3 và biểu đồ 4 cùng chỉ ra sự sa sút trong chất lượng tín dụng. Động lực của quá trình này là việc theo đuổi nguồn thu từ phí. Biểu đồ 5 cho thấy sự gia tăng nguồn thu của công ty Moodys từ những sản phẩm cơ cấu. Tới năm 2006, thu nhập của Moodys từ những sản phẩm cơ cấu này gần ngang bằng với các thu nhập từ lĩnh vực xếp hạng trái phiếu truyền thống của nó. Biểu đồ 6 cho thấy sự tăng trưởng theo hàm lũy thừa của những sản phẩm tổng hợp.

Biểu đồ 1: Tỉ lệ tiết kiệm cá nhân Hoa Kỳ

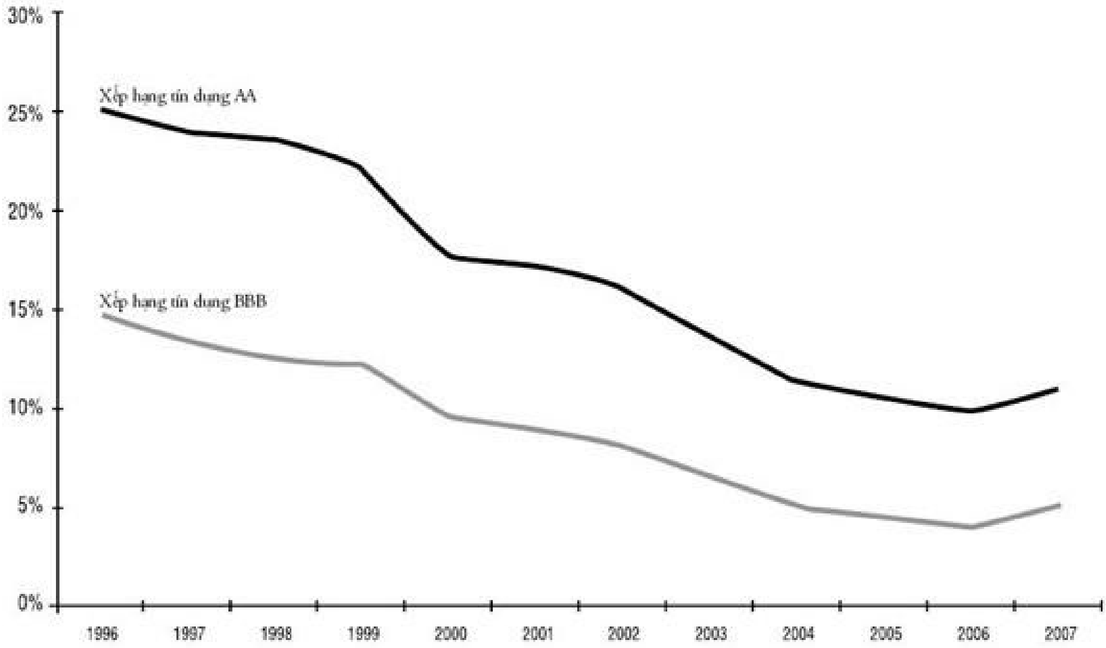


Biểu đồ 2: Tăng trưởng trong nợ thế chấp địa ốc hộ gia đình



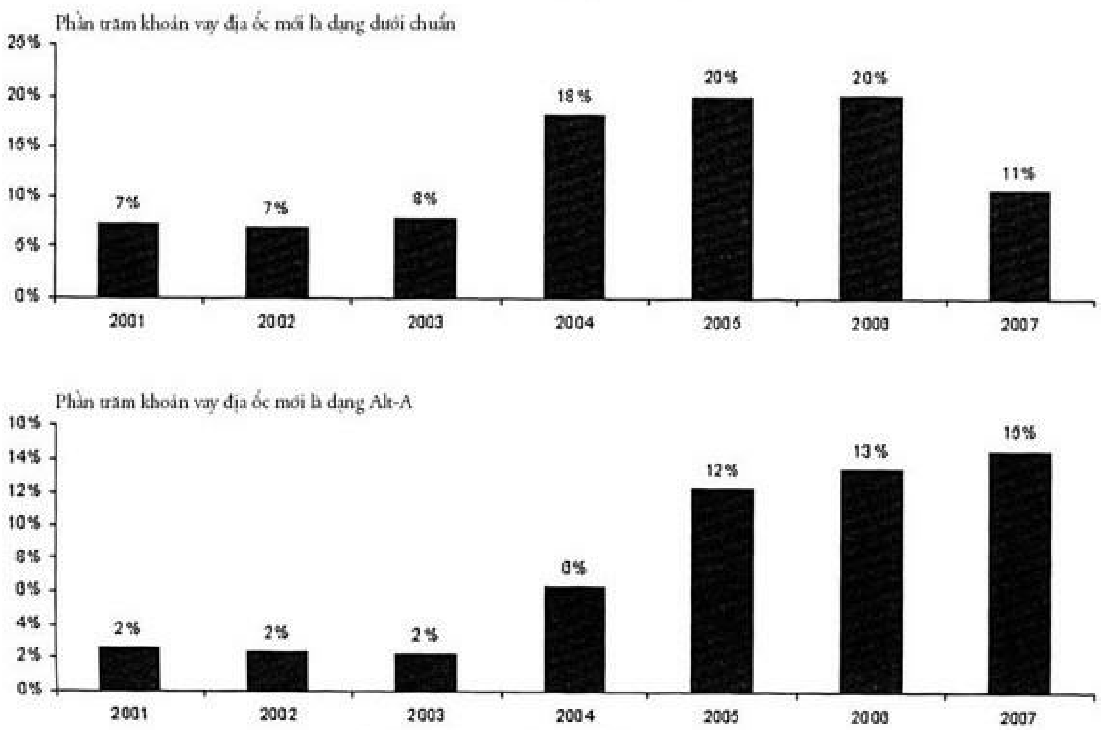
Nguồn: Federal Reverse Board, Haver Analytics, số liệu cho nhà đơn căn tư gia.

Biểu đồ 3: Cho vay địa ốc trở nên ngày một an toàn?



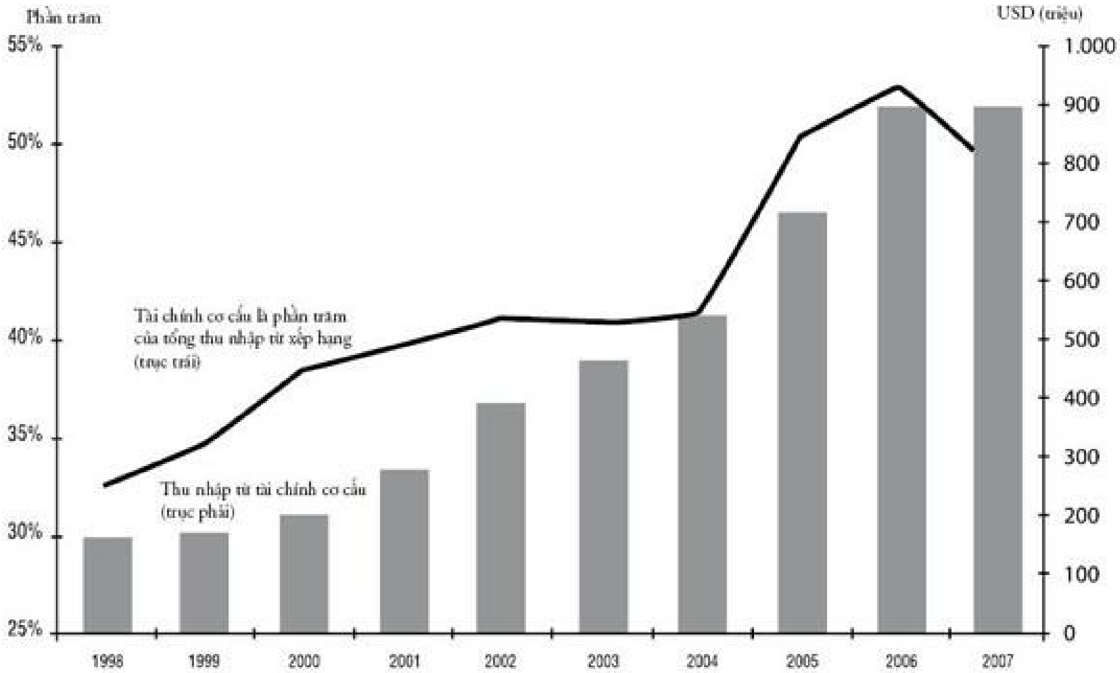
Nguồn: RBS Greenwich Capital, Index Solution Inc., và Commercial Mortgage Alert.

Biểu đồ 4: Tín dụng vô cùng sẵn



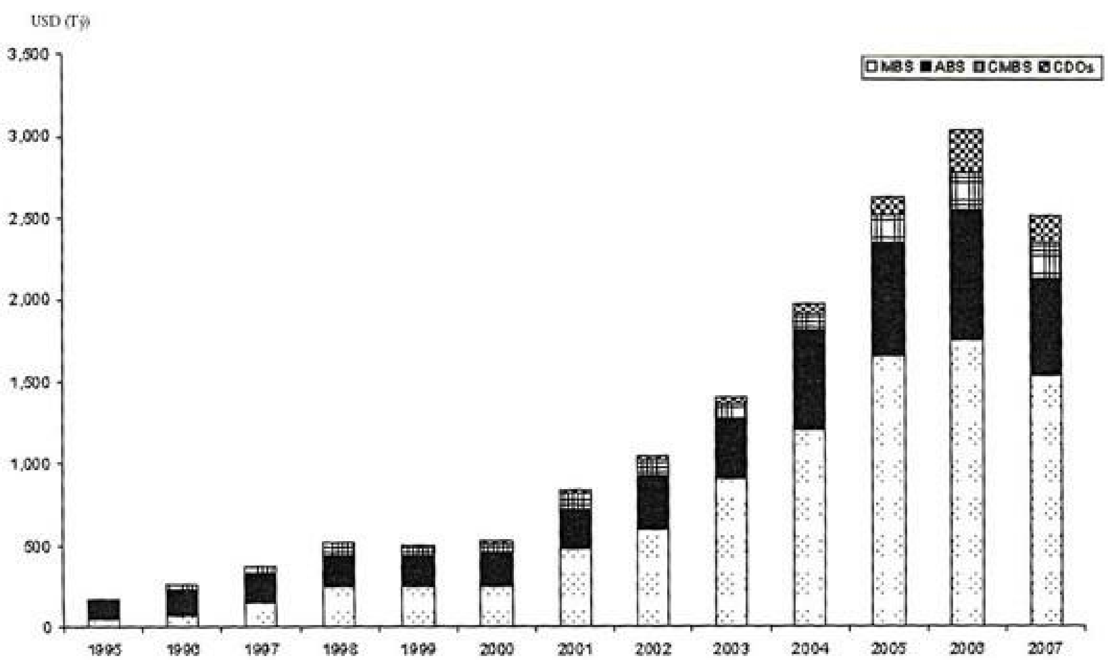
Nguồn: Inside Mortgage Finance. Số liệu năm 2007 là của Quý 2.

Biểu đồ 5: Thu nhập từ xếp hạng tài chính cơ cấu của công ty Moody's



Nguồn: Báo cáo thường niên của Moody's 2000-2007. Tính toán của chúng tôi.

Biểu đồ 6: Chứng khoán hóa "uống thuốc tăng lực"



Nguồn: Lehman Brothers

Bong bóng khởi đầu chậm chạp, kéo dài trong vài năm, và không đảo chiều ngay lập tức khi lãi suất bắt đầu tăng, do được duy trì bởi nhu cầu đầu cơ, được trợ giúp và nâng cao hơn nữa bởi những thông lệ cho vay càng lúc càng hung hăng cùng những cách chứng khoán hóa các khoản vay mua nhà càng lúc càng tinh vi hơn nữa. Cuối cùng, thời khắc định đoạt đã tới vào mùa xuân năm 2007, khi rắc rối nợ dưới chuẩn đã đẩy Công ty New Century Financial đến chỗ phá sản, kéo theo sau là một giai đoạn chạng vạng khi giá nhà đã tụt mà mọi người vẫn không nhận ra

rằng cuộc chơi đã kết thúc. Người ta kể rằng tổng giám đốc Citibank, Chuck Prince, đã nói rằng, "Khi nhạc ngừng chơi, mọi việc sẽ phức tạp đấy, nhất là về tính thanh khoản. Nhưng chừng nào nhạc còn chơi, bạn phải đứng dậy và khiêu vũ. Chúng tôi hiện vẫn khiêu vũ."[21] Cuối cùng, khi đã đạt tới giao điểm vào tháng Tám năm 2007, lập tức xuất hiện một sự tăng tốc tai họa theo chiều đi xuống, càng trầm trọng do lây lan từ phân khúc này sang phân khúc khác của thị trường. Việc này khiến ta phải liên tưởng tới hình ảnh quả bóng thép dùng để đập dỡ nhà đã hạ gục hết quốc gia này đến quốc gia khác trong cơn khủng hoảng thị trường mới nổi năm 1997. Tuy vậy, thị trường chứng khoán đã phục hồi từ tháng Bảy năm 2007 tới tháng Mười năm đó. Mô hình của tôi đã không trông đợi nước đi đó. Mô hình của tôi chỉ ra là sẽ có một sự sụp đổ nhanh gọn, theo sau đó là sự trở lại ì ạch và chậm chạp về trạng thái gần-thăng-bằng. Trong trường hợp này, đã có hai lần đầu hàng không hoàn toàn vào tháng Tám năm 2007 và tháng Giêng năm 2008. Trong mỗi lần, Fed đều can thiệp và giảm lãi suất quỹ liên bang, và thị trường nhập tâm niềm tin rằng Fed sẽ bảo vệ nền kinh tế khỏi những hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính như nó đã từng làm trong quá khứ. Tôi cho rằng niềm tin đó đã bị đặt sai chỗ. Khả năng bảo vệ nền kinh tế của Fed bị hạn chế do việc nó đã làm điều đó quá thường xuyên. Theo tôi nghĩ, cuộc khủng hoảng tài chính này không giống các cuộc khác từng xảy ra trong lịch sử gần đây.

GIẢ THUYẾT SIÊU BONG BÓNG

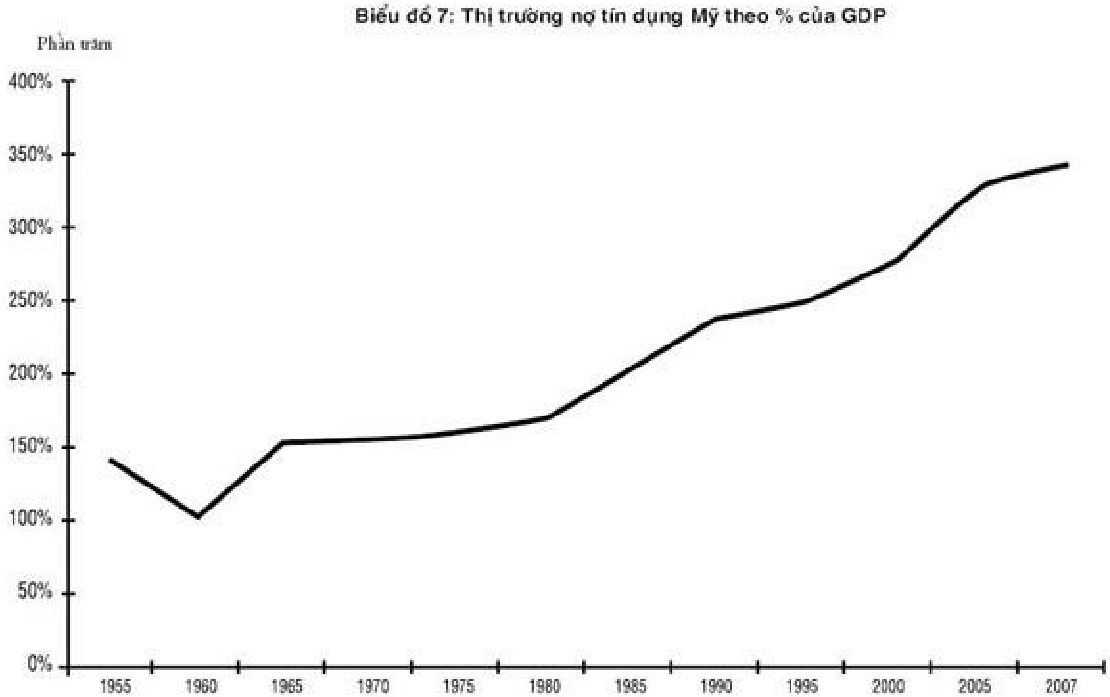
Nằm chồng lên trên bong bóng địa ốc Mỹ là một chuỗi bùng-vỡ còn lớn hơn nhiều; chuỗi này cuối cùng đã đạt tới điểm ngoặt tức giao điểm của nó. Siêu bong bóng phức tạp hơn bong bóng địa ốc và đòi hỏi một sự lý giải phức tạp hơn. Những quá trình bùng-vỡ nảy sinh từ mối tương tác có tính phản hồi giữa một xu hướng chủ đạo với một ngộ nhận chủ đạo. Xu hướng chủ đạo trong siêu bong bóng cũng là xu hướng chủ đạo trong bong bóng địa ốc, tức những phương pháp tạo tín dụng ngày càng phức tạp hơn, nhưng ngộ nhận thì lại khác. Ngộ nhận này bao gồm một sự tin cậy thái quá vào cơ chế thị trường. Tổng thống Ronald Reagan đã gọi đó là sự màu nhiệm của thị trường. Tôi thì gọi đó là chủ nghĩa thị trường chính thống. Chủ nghĩa ấy đã trở thành một tín điều thống trị vào năm 1980, khi Reagan trở thành tổng thống Hoa Kỳ và Margaret Thatcher trở thành thủ tướng Anh, mặc dầu những tiền lệ của nó đã có lịch sử từ trước đó rất lâu. Thời thế kỷ 19, nó được gọi bằng cái tên *laissez-faire*.

Chủ nghĩa thị trường chính thống có nguồn gốc từ thuyết cạnh tranh hoàn hảo, nguyên thủy là do Adam Smith đề xướng, rồi được các nhà kinh tế học cổ điển khai triển. Trong giai đoạn sau Thế chiến thứ Hai, nó đã nhận được một cú búng tay khích lệ mạnh mẽ từ sự sụp đổ của khối xã hội chủ nghĩa cùng sự thất bại của những hình thức can thiệp khác của nhà nước. Tuy nhiên, sự thúc đẩy đó lại dựa trên những tiền đề sai. Không phải vì sự can thiệp của nhà nước luôn luôn sai sót mà thị trường hoàn hảo được. Luận điểm chính của thuyết phản hồi là tất cả các cấu trúc nhân tạo đều có sai sót. Các thị trường tài chính không nhất thiết có xu hướng trở về trạng thái cân bằng; để mặc chúng vận hành thì chúng sẽ dễ dàng đi tới những trạng thái cực đoan, hoặc phởn phơ, hoặc thất vọng. Chính vì lý do đó mà người ta mới không bỏ mặc chúng cho những công cụ của chính chúng; chúng đã được đặt dưới sự quản lý của giới chức về tài chính, những người có nhiệm vụ giám sát và điều tiết các thị trường. Kể từ thời Đại Suy Thoái,

giới hữu trách đã thành công đáng kể trong việc tránh để xảy ra bất kỳ cuộc đổ vỡ lớn nào trong hệ thống tài chính quốc tế. Trớ trêu thay, chính thành công đó của họ đã cho phép chủ nghĩa thị trường chính thống hồi sinh. Khi tôi còn học tại Trường Kinh tế London vào những năm 1950, *laissez-faire* dường như đã bị chôn vùi vĩnh viễn. Thế mà nó đã quay lại vào những năm 1980. Dưới ảnh hưởng của nó, các giới chức tài chính đã để mất kiểm soát thị trường tài chính và siêu bong bóng đã phát triển.

Siêu bong bóng bao gồm ba xu hướng chính, mỗi xu hướng lại chứa đựng ít nhất một khiếm khuyết. Đầu tiên là xu hướng dài hạn ngả về hướng phình đại tín dụng không ngừng, được thể hiện bởi các hệ số giá trị khoản vay trên giá trị thế chấp càng lúc càng tăng trong lĩnh vực cho vay tiêu dùng và mua nhà, cùng với sự gia tăng hệ số khối lượng tín dụng trên tổng sản lượng quốc gia (xem Biểu đồ 7). Xu hướng này là kết quả của những chính sách phản chu kỳ được đưa ra để đối phó với Đại Khủng hoảng. Mỗi lần hệ thống ngân hàng gặp nguy, hay khi có biểu hiện một cơn suy thoái lù lù hiện ra, thì các giới chức tài chính lại ra tay can thiệp, cứu vớt những tổ chức lâm nguy và kích thích nền kinh tế phát triển. Sự can thiệp của họ tạo ra một sự khích lệ bất đối xứng cho việc phình đại tín dụng, còn được coi là một rủi ro đạo đức (moral hazard). Xu hướng thứ hai là quá trình toàn cầu hóa thị trường tài chính, và xu hướng thứ ba là việc loại bỏ ngày càng nhiều những quy định tài chính cùng với sự tăng tốc của các cách tân trong tài chính. Như chúng ta sẽ thấy, toàn cầu hóa cũng có một cấu trúc bất cân xứng. Nó ưu đãi Hoa Kỳ và các nước phát triển khác nằm ngay trung tâm của hệ thống tài chính, đồng thời đối xử bất công với các nền kinh tế kém phát triển khác nằm ở vùng ngoại biên. Sự bất bình đẳng giữa trung tâm và ngoại biên không được thừa nhận rộng rãi nhưng đã đóng một vai trò quan trọng trong sự hình thành siêu bong bóng. Và như tôi đã từng lưu ý, cả quá trình giải điều tiết và nhiều cách tân gần đây đều dựa trên giả định sai lầm rằng thị trường có xu hướng trở về trạng thái cân bằng, và những sự đi lệch khỏi đó đều là ngẫu nhiên.

Biểu đồ 7: Thị trường nợ tín dụng Mỹ theo % của GDP



Nguồn: Federal Reserve. Bureau of Economic Analys. Haver Analylics. Our Calculation. *2007 is through Q3.

Siêu bong bóng gom ba xu hướng đó và ba khiếm khuyết đó lại với nhau. Xu hướng đầu tiên có thể truy nguyên về tận những năm 1930, nhưng các xu hướng thứ hai và thứ ba chỉ bắt rễ vững chắc từ những năm 1980. Cho nên ta có thể xác định thời điểm ra đời của siêu bong bóng là vào những năm 1980, bởi đó là khi chủ nghĩa thị trường chính thống trở thành nguyên lý dẫn đường cho hệ thống tài chính quốc tế. Rõ ràng, siêu bong bóng không phải là một quá trình đơn giản để mà truy nguyên hay giải thích.

TOÀN CẦU HÓA

Toàn cầu hóa các thị trường tài chính là một dự án thị trường chính thống rất thành công. Nếu nguồn vốn tài chính được tự do lưu chuyển, sẽ rất khó cho bất kỳ quốc gia nào đánh thuế hay điều tiết nó, vì nó có thể lại di chuyển sang một nơi khác nữa. Việc này đặt vốn tài chính vào một vị thế đặc quyền. Các chính phủ thường phải lưu ý nhiều hơn đến những đòi hỏi của vốn quốc tế, hơn là đến những tâm tư của nhân dân nước họ. Đó là lý do vì sao toàn cầu hóa các thị trường tài chính lại phục vụ đắc lực đến thế cho các mục tiêu của các trào lưu thị trường chính thống. Quá trình đó khởi đầu với sự tái chế các đồng đô la dầu hỏa thời kỳ sau cuộc khủng hoảng dầu mỏ năm 1973, nhưng chỉ thực sự tăng tốc trong những năm cầm quyền của Reagan-Thatcher.

Toàn cầu hóa không mang lại một sân chơi công bằng mà các thị trường tự do đáng ra phải mang lại như học thuyết của phái thị trường chính thống đã đề ra. Hệ thống tài chính quốc tế nằm dưới sự kiểm soát của một nhóm những giới chức có thẩm quyền về tài chính, đại diện cho những nước phát triển. Họ đã lập nên khối đồng thuận Washington. Họ tìm cách áp đặt kỷ luật nghiêm ngặt lên thị trường những nước riêng lẻ, nhưng lại sẵn lòng uốn cong các luật lệ khi bản thân hệ thống tài chính bị lâm nguy. Trong phương thức vận hành của hệ thống này thì Hoa Kỳ, do có quyền phủ quyết trong các tổ chức Bretton Woods, tức Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Thế giới, được “bình đẳng hơn” các nước khác. Đồng đô la đã được dùng làm thứ tiền tệ dự trữ quốc tế chính luôn được các ngân hàng trung ương trên thế giới sẵn lòng chấp nhận. Hệ quả là Hoa Kỳ có thể theo đuổi các chính sách phản chu kỳ trong khi các nước đang phát triển, và ở một mức độ ít hơn là cả các nước phát triển, bị bắt buộc phải tằn tiện. Điều này khiến cho việc giữ các khối tài sản tài chính ở trung tâm sẽ an toàn hơn là để ở vùng ngoại biên. Khi những rào cản đối với dịch chuyển vốn đã được tháo dỡ, tiền tiết kiệm của thế giới sẽ bị hút về trung tâm và từ đó lại được luân chuyển tiếp đi. Trong một sự trùng hợp chẳng-có-gì-là-lạ, Hoa Kỳ đã bị thâm hụt tài khoản vãng lai kinh niên trong đúng những năm Reagan cầm quyền. Thâm hụt tiếp tục tăng lên từ đó, và đạt tới mức 6,6% GDP vào quý ba năm 2006. Người tiêu dùng Mỹ đã trở thành động lực của nền kinh tế thế giới.

TỰ DO HÓA

Vào cuối Thế chiến II, ngành tài chính - các ngân hàng và các thị trường - chịu sự điều tiết chặt chẽ. Những năm hậu chiến chứng kiến sự dỡ bỏ dần dần những hạn chế, đầu tiên còn chậm, sau tăng tốc dần và đạt tới đỉnh cao vào những năm 1980. Do các thị trường tài chính không có xu hướng trở về trạng thái cân bằng nên việc tự do hóa chúng thỉnh thoảng lại làm nảy sinh vài

cuộc khủng hoảng. Hầu hết các cuộc khủng hoảng xảy ra ở những nước kém phát triển và có thể được đổ lỗi cho tình trạng thiếu phát triển của những nước này, nhưng một vài cuộc khủng hoảng đã đe dọa đến sự ổn định của hệ thống tài chính quốc tế, đặc biệt là cuộc khủng hoảng ngành ngân hàng quốc tế vào những năm 1980 và cuộc khủng hoảng thị trường mới nổi vào năm 1997-1998. Trong những trường hợp này, các giới chức tài chính đã sẵn lòng bẻ cong luật lệ để cứu hệ thống, nhưng tính kỷ luật thị trường thì vẫn tiếp tục được áp đặt lên những nước kém phát triển.

Sự bất cân xứng này, đi cùng với sự khích lệ bất cân xứng cho việc phình đại tín dụng tại những nước phát triển, đã hút nguồn tiền tiết kiệm của thế giới từ vùng ngoại biên về vùng trung tâm và cho phép Hoa Kỳ phát triển một thâm hụt tài khoản vãng lai kinh niên. Bắt đầu vào những năm Reagan cầm quyền, Hoa Kỳ bắt đầu có một thâm hụt ngân sách lớn. Nghịch lý là thâm hụt ngân sách lại giúp bù đắp cho thâm hụt tài khoản vãng lai, do các nước có thặng dư đã đầu tư những khoản tiền dự trữ phình to của họ vào các trái phiếu của chính phủ và các cơ quan Hoa Kỳ. Đây là một tình thế ngược đời bởi vì vốn chảy từ những nước kém phát triển hơn vào Mỹ và cả hai thâm hụt tài khoản vãng lai và thâm hụt ngân sách của Hoa Kỳ đều là những nguồn chính của xu thế phình đại tín dụng. Một nguồn quan trọng khác là việc đưa ra những công cụ tài chính mới và việc sử dụng ngày càng nhiều phép đòn bẩy nợ bởi các ngân hàng và nhiều khách hàng của chúng, đặc biệt là các quỹ đầu tư phòng hộ và các quỹ đầu tư cổ phần tư nhân. Đồng thời một nguồn nữa của phình đại tín dụng là Nhật Bản, nước này, do hậu quả của bong bóng bất động sản, đã hạ thấp lãi suất xuống gần bằng không và giữ lãi suất ở mức đó vô hạn định. Từ đó nảy sinh ra cái gọi là kinh doanh chênh lệch lãi suất, trong đó các tổ chức nước ngoài đi vay đồng yên, và dân Nhật dùng tiền tiết kiệm của mình để đầu tư vào những loại tiền tệ có lãi suất cao hơn, thường là dùng thêm cả tiền vay nợ.

Những sự mất cân bằng này đáng ra có thể tiếp tục lớn lên mãi không ngừng do người muốn cho vay với người muốn vay rất ăn ý với nhau. Có một mối quan hệ cộng sinh giữa Hoa Kỳ, là nước sẵn sàng tiêu dùng nhiều hơn những gì nó sản xuất ra, và Trung Quốc cùng các nước xuất khẩu châu Á khác, là những nước sẵn sàng sản xuất ra nhiều hơn những gì họ tiêu thụ. Hoa Kỳ chồng chất vay nợ nước ngoài; Trung Quốc và các nước khác tích cóp dự trữ tiền tệ. Hoa Kỳ có tỉ suất tiết kiệm thấp, trong khi ở các nước kia người ta tiết kiệm nhiều hơn. Một mối liên hệ cộng sinh tương tự thế cũng tồn tại giữa các ngân hàng và khách hàng của họ, đặc biệt là các quỹ đầu tư phòng hộ và các quỹ đầu tư cổ phần tư nhân; và cả giữa những người cho vay với những người đi vay mua nhà.

Tình hình trở nên không thể duy trì được nữa với sự phát triển của bong bóng địa ốc ở Hoa Kỳ và việc đưa ra những sản phẩm cách tân tài chính dựa trên một mô thức sai lầm. Những công cụ tài chính tổng hợp, những tính toán rủi ro, và những mô hình giao dịch chứng khoán độc quyền đều được xây dựng trên cái lý thuyết cho rằng các thị trường có xu hướng trở về trạng thái cân bằng, và những sự đi chệch khỏi điểm đó đều là ngẫu nhiên. Chúng lấy kinh nghiệm quá khứ làm điểm khởi đầu, có trừ hao một cách thích hợp cho việc đi chệch và những xu thế mới nổi, nhưng lại không nhận ra tác động mà chúng, chính chúng, gây ra. Các hộ gia đình ngày càng phụ thuộc vào việc giá nhà tăng ở mức hai con số. Tỉ lệ tiết kiệm tụt xuống tới mức âm, và

ngày càng tăng tỉ lệ các gia đình đảo nợ cầm cố địa ốc để có thể rút ra chút tiền vốn chủ sở hữu trong giá trị nhà. Số tiền vốn chủ sở hữu rút ra này đạt tới mức gần một nghìn tỉ đô la vào năm 2006. Đấy là 8% của GDP vào lúc đỉnh cao, tức còn cao hơn cả thâm hụt tài khoản vãng lai. Khi giá nhà ngừng tăng, những xu hướng này đã phải giảm bớt đi và cuối cùng đảo ngược. Các hộ gia đình tự thấy mình có mức rủi ro cao và nợ nần quá nhiều. Cuối cùng thì tiêu dùng buộc phải giảm xuống. Vỡ bong bóng tuân theo mô hình bùng-vỡ cổ điển, nhưng ngoài ra nó cũng khởi động luôn một sự trốn chạy khỏi đồng đô la và một quá trình gỡ bỏ bớt những điều thái quá mà những cách tân tài chính gần đây đã đưa vào hệ thống tài chính. Đó chính là cách mà bong bóng địa ốc và siêu bong bóng kết nối với nhau.

Để hiểu đúng những gì đang diễn ra, điều quan trọng là phải phân biệt được điểm khác nhau giữa cuộc khủng hoảng này và các cuộc khủng hoảng chu kỳ thỉnh thoảng vẫn chấm phá lịch sử tài chính từ những năm 1980. Những cuộc khủng hoảng đóng vai trò những thử nghiệm thành công giúp củng cố cả xu hướng chủ đạo lẫn ngộ nhận chủ đạo của siêu bong bóng dài hạn. Cuộc khủng hoảng hiện tại đóng một vai trò khác hẳn: nó tạo nên một bước ngoặt, hay một giao điểm, không chỉ trong bong bóng địa ốc mà cả trong siêu bong bóng dài hạn. Những ai vẫn còn khăng khăng nói rằng khủng hoảng nợ dưới chuẩn chỉ là một hiện tượng biệt lập là người thiếu một sự hiểu biết đúng đắn về tình hình. Cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn chỉ đơn thuần là một cú hích, giúp tháo cũi sổ lồng cho siêu bong bóng.

Mặc dù khá rõ ràng, khi nhớ lại, rằng những cuộc khủng hoảng trước kia đóng vai trò những cuộc thử nghiệm thành công giúp củng cố siêu bong bóng, thì vai trò và ý nghĩa của cuộc khủng hoảng hiện tại lại khó mà định nghĩa được rõ ràng. Luận điểm của tôi rằng cuộc khủng hoảng này đánh dấu sự kết thúc của một kỷ nguyên chỉ đơn thuần là một... luận điểm, chứ không phải là một dữ kiện hay một tiên đoán khoa học. Luận điểm đó cần được chứng minh.

Nhưng có nhiều bằng chứng để ủng hộ giả thuyết siêu bong bóng. Các điều kiện tín dụng đã được thả lỏng tới mức thật khó mà thấy được có thể còn cách nào nới lỏng chúng được hơn nữa. Điều này chắc chắn đúng trong trường hợp người tiêu dùng Hoa Kỳ. Những kỳ hạn vay tiền mua nhà, mua xe, và thẻ tín dụng đã được kéo dài ra tới mức tối đa. Tình trạng hệt như vậy cũng diễn ra ở một số nước phát triển khác như Anh hay Úc. Điều này có thể cũng đúng đối với tín dụng thương mại, đặc biệt là với các vụ vay nhóm mua công ty và mua bất động sản thương mại. Nhưng cũng có thể đưa ra cùng lập luận đó khi nói tới các cuộc khủng hoảng tài chính trước. Quả thực, tôi đã từng đưa ra lập luận ấy trong sách *Cuộc Khủng hoảng Chủ nghĩa Tư bản Toàn cầu* vào lúc có khủng hoảng thị trường mới nổi năm 1997, và tôi đã bị chứng minh là sai. Người ta không thể đoán trước được những phương pháp tạo tín dụng mới nào sẽ được phát minh và những nguồn vốn mới nào sẽ được phát hiện. Thí dụ, trong cuộc khủng hoảng hiện tại, một vài ngân hàng đã có thể đổ đầy vốn với tiền từ những quỹ tài sản quốc gia. Tương tự vậy, sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1987, Nhật đã nổi lên như một người cho vay và nhà đầu tư cuối cùng. Trong trường hợp cần thiết, Cục Dự trữ Liên bang lúc nào cũng có thể in thêm đô la. Cho nên lập luận rằng chúng ta có thể đã cạn nguồn cấp vốn không phải là lập luận hoàn toàn thuyết phục.

Thuyết phục hơn là bằng chứng rằng lần này cuộc khủng hoảng không chỉ giới hạn vào một phân khúc riêng lẻ nào của thị trường tài chính mà bao trọn toàn bộ hệ thống tài chính. Mỗi ngày trôi qua, chúng ta càng thấy rõ hơn rằng cuộc khủng hoảng hiện tại không thể được coi như một cuộc thử nghiệm thành công. Các thị trường đang bộc lộ diện mạo bất chấp những nỗ lực của giới chức trách tài chính cố kiểm soát chúng. Các ngân hàng trung ương đã thành công trong việc bơm thanh khoản vào hệ thống ngân hàng, nhưng dòng chảy tín dụng từ các ngân hàng sang nền kinh tế lại bị gián đoạn nghiêm trọng hơn và lâu hơn bất kỳ lần nào trước đây. Đây là lần đầu tiên kể từ thời Đại Khủng hoảng, hệ thống tài chính quốc tế tiến gần sát tới một sự tan rã thực sự. Đó là điểm khác biệt cốt tử giữa cuộc khủng hoảng tài chính lần này với những lần trước kia.

Nhưng cái gì đã đặt cuộc khủng hoảng hiện tại ra một bên so với các khủng hoảng trước? Các ngân hàng trung ương vẫn đang đưa ra các chính sách phản chu kỳ giống như trước đây. Lần này họ đã phản ứng chậm, một phần vì có thể họ thực lòng tin rằng cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn là một hiện tượng biệt lập, một phần khác vì họ quan ngại về rủi ro đạo đức. Dù sao đi nữa, họ cũng đã chậm chân. Nhưng một khi đã thấy rõ rằng sự sụp đổ của khu vực tài chính sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế sản xuất thì các giới hữu trách lại sẵn sàng, như vẫn luôn sẵn sàng, đưa ra các biện pháp kích thích tiền tệ hay thuế khóa. Khả năng kích thích nền kinh tế của các tổ chức này bị giới hạn bởi ba yếu tố: đầu tiên, cách tân tài chính đã trở nên quá loạn trong những năm vừa qua, và một số thị trường và công cụ tài chính được đưa ra gần đây đã thể hiện ra là chúng không đúng đắn và giờ đang bộc lộ các khiếm khuyết. Thứ hai, sự sẵn lòng giữ đồng đô la của cả thế giới đã bị suy giảm. Việc này giới hạn khả năng của các giới chức tài chính đưa ra các chính sách phản chu kỳ vì các chính sách này có thể tạo ra một cuộc bỏ chạy khỏi đồng đô la và làm tăng khả năng lạm phát ngoài tầm kiểm soát. Hoa Kỳ đang rơi vào một tình thế gợi nhớ tới các nước ở vùng ngoại biên. Nói cách khác, một vài lợi thế của việc có quyền đương nhiên kiểm soát hệ thống giờ đã bị mất đi. Thứ ba, gốc vốn của các ngân hàng đã bị thiệt hại nặng nề, và họ không thể nào có được một đánh giá chính xác mức độ rủi ro mà họ phải chịu. Ưu tiên hàng đầu của họ là giảm bớt mức độ tiếp xúc với rủi ro. Kết quả là họ không muốn và không thể chuyển sang cho khách hàng của họ những kích thích tiền tệ đã được Fed cấp cho họ. Ba yếu tố đó đã làm tăng khả năng của sự trì trệ kinh tế đến mức gần như tất yếu và biến cái đáng ra chỉ là một cuộc thử nghiệm thành ra một dấu chấm hết của một kỷ nguyên.

Ba khiếm khuyết cho phép nảy sinh siêu bong bóng có liên hệ chặt chẽ với ba yếu tố tôi vừa chỉ ra. Ba yếu tố ấy là những thứ đã mang lại cho siêu bong bóng năng lực phi thường. Nhưng chúng ta phải cẩn thận không nhấn mạnh quá về siêu bong bóng này. Chúng ta không được cấp cho nó những quyền năng phép thuật như Tổng thống Reagan đã làm với thị trường. Mô hình bùng-vỡ không phải là tiền định hay bắt buộc. Đó chỉ là một cách biểu thị của những mối quan hệ phản hồi vốn là đặc trưng của các thị trường tài chính, và nó không xảy ra một cách đơn độc. Đôi khi mẫu hình này trở nên rõ rệt đến mức người ta có thể nghiên cứu nó như một hiện tượng đơn độc. Đó cũng là trường hợp của bong bóng địa ốc, nhưng ngay cả trong trường hợp này, việc đưa ra những công cụ tổng hợp như CDOs, CDO^2s, và các danh mục đầu tư lập theo chỉ số đã làm thay đổi diễn biến các sự kiện. Siêu bong bóng, như chúng ta đã thấy, lại còn phức tạp hơn vì nó chứa những bong bóng khác và ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác. Tôi đã nhắc

qua vài thứ trong số ấy: bùng nổ hàng hóa, sự nổi lên của Trung Quốc, v.v… Tôi sẽ nói chi tiết hơn về chúng khi thử dựng lại lịch sử của siêu bong bóng. Ở đây tôi muốn cảnh báo về những cạm bẫy đang chờ đợi những ai cố tìm cách ép cho diễn biến của sự kiện vào vừa khít một khuôn mẫu định trước: họ dễ dàng bỏ qua không tính đến nhiều yếu tố quan trọng khác. Cách tiến hành đúng là phải đặt khuôn mẫu lên cho khớp với diễn biến thực tế của các sự kiện. Đó là cách mà tôi đã dùng để đạt tới ý tưởng về một siêu bong bóng.

TÍNH PHẢN HỒI

Khi nói về một mô thức mới, tôi không nghĩ về mô hình bùng-vỡ; cái mà tôi muốn nói đến chính là thuyết phản hồi. Mô hình bùng-vỡ chỉ là một thí dụ thuyết phục về tính phản hồi. Nó thuyết phục bởi vì nó mô tả hành vi của thị trường - hành vi đó mâu thuẫn trực tiếp với mô thức chủ đạo hiện nay vốn cho rằng các thị trường có xu hướng đạt tới trạng thái cân bằng. Đáng ra nó phải đặc biệt thuyết phục trong thời điểm hiện nay, khi các thị trường đang rơi vào hỗn loạn. Mô thức chủ đạo hiện tại không thể lý giải về những gì đang diễn ra; còn thuyết phản hồi thì có thể. Lý do để từ bỏ mô thức chủ đạo thậm chí còn mạnh hơn nữa, vì chính niềm tin rằng các thị trường có xu hướng đạt tới trạng thái cân bằng phải chịu trách nhiệm trực tiếp cho sự hỗn loạn hiện nay; niềm tin đó đã khuyến khích các nhà điều hành từ bỏ trách nhiệm của họ và phụ thuộc vào cơ chế thị trường để giúp điều chỉnh những thái quá của chính cơ chế ấy. Cái ý tưởng rằng giá cả, dù có thể có những “bước đi ngẫu nhiên”, vẫn có xu hướng quay lại giá trị trung bình, đã đóng vai trò nguyên lý dẫn đường cho những công cụ tài chính tổng hợp cùng những hoạt động đầu tư mà nay đang bộc lộ yếu kém.

Về đặc điểm, thuyết phản hồi khác với thuyết cân bằng. Thuyết cân bằng tuyên bố nó là một học thuyết khoa học phù hợp với mô hình của Karl Popper về phương pháp khoa học. Nó đưa ra những khái quát hóa có giá trị phổ quát, có thể dùng một cách đảo nghịch để cho ra những tiên đoán và lý giải xác định, hệt như những lý thuyết của khoa học tự nhiên. Thuyết phản hồi không đưa ra tuyên bố nào như thế. Nó cho rằng tính phản hồi, bất cứ khi nào hiện diện, đều đưa vào diễn biến của các sự kiện một yếu tố bất định; do đó sẽ không thích hợp nếu đi tìm kiếm những lý thuyết có thể mang lại những tiên đoán xác định.

Tôi tin rằng thuyết phản hồi có thể lý giải tình trạng hiện tại tốt hơn mô thức chủ đạo hiện nay, nhưng tôi phải thừa nhận rằng nó không thể làm được điều mà mô thức cũ đã làm. Nó không thể đưa ra những khái quát hóa rập khuôn khoa học tự nhiên. Nó cho rằng các sự kiện xã hội về căn bản là khác với các hiện tượng tự nhiên; các sự kiện xã hội có những người tham dự có suy nghĩ, và chính những quan điểm thiên kiến cùng những ngộ nhận của họ đã đưa vào diễn biến các sự kiện một yếu tố không chắc chắn. Hậu quả là diễn biến của sự kiện đi theo một lối đi một chiều không thể xác định trước được bằng những quy luật có giá trị phổ quát, mà nổi lên từ sự tương tác phản hồi giữa quan điểm của những người tham dự với tình trạng hiện tại của sự việc. Vì lẽ đó, thuyết phản hồi có thể dùng để lý giải các sự kiện với độ chắc chắn cao hơn là để tiên đoán tương lai. Điều đó rất khác với những gì mà chúng ta vẫn quen kỳ vọng ở các lý thuyết khoa học. Cũng vì lẽ đó, thuyết phản hồi đòi hỏi phải có một sự chỉnh sửa toàn bộ cách lý giải thế giới của các nhà khoa học xã hội nói chung và các nhà kinh tế học nói riêng. Đó là

điều cản trở trên con đường để thuyết phản hồi trở thành một hệ thuyết được chấp nhận rộng rãi. Nhưng mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay có thể tạo điều kiện cho một cú đột phá.

Lý thuyết của tôi đã được đưa ra hai mươi năm nay, nhưng nó vẫn chưa được xem xét nghiêm túc. Thậm chí chính tôi cũng đã từng nghi ngờ tầm quan trọng của nó. Phải thừa nhận rằng hồi đó phần trình bày của tôi đã không đủ chính xác và nhất quán, và thậm chí bây giờ tôi vẫn có thể làm tốt hơn. Nhưng giờ tôi hoàn toàn không còn nghi ngờ gì về việc mô thức mà tôi đang đề xuất đây có thể giải thích tình trạng hiện tại tốt hơn mô thức hiện thời. Mô thức mới có thể được phát triển bao xa nữa là điều còn phải đợi xem. Việc này mà chỉ mình tôi làm thì e chừng quá sức. Những người khác cần phải tham gia vào. Đó chính là điều khiến tôi bắt tay vào viết cuốn sách này.

Theo mô thức mới, những sự kiện trong thị trường tài chính sẽ được lý giải tốt nhất như một hình thái của lịch sử. Quá khứ thì đã được xác định một cách duy nhất, tương lai thì không chắc chắn. Do đó, sẽ dễ để lý giải làm cách nào để đạt được vị thế hiện tại, hơn là tiên đoán xem cái vị thế ấy dẫn đến đâu. Lúc này không phải chỉ một mà nhiều quá trình phản hồi đang vận hành cùng lúc; điều đó khiến cho các khả năng trở nên đặc biệt phong phú. Nhưng việc lý giải cũng trở nên khó khăn. Lịch sử, tuy được xác định một cách duy nhất, lại quá dày đặc đến nỗi không thể nào hiểu nổi trừ khi ép những quá trình và các sự kiện quan trọng xuống còn một số lượng có thể giải quyết được. Đó là chỗ mà giả thuyết siêu bong bóng có thể hữu ích. Trong việc nghiên cứu lịch sử, một giả thuyết có thể giúp ta chọn ra những sự kiện và tiến trình đáng được xem xét.

Giả thuyết siêu bong bóng có thể được dùng để tạo ra một lịch sử tài chính toàn diện của giai đoạn hậu Thế chiến II, với đỉnh cao là cuộc khủng hoảng hiện tại. Nhưng điều đó nằm ngoài phạm vi của cuốn sách này và quá khả năng của tôi. Tuy nhiên, trong chương kế tiếp, tôi sẽ thay thế cho lịch sử đó bằng kinh nghiệm của tôi trên thị trường tài chính trong suốt năm mươi lăm năm qua - như một lịch sử cá nhân của thời đại. Tôi nghĩ như vậy có lẽ sẽ giúp làm sáng tỏ hơn là một bản tài liệu chi tiết về lịch sử. Sau đó, tôi sẽ chuyển sang vấn đề phóng chiếu kinh nghiệm đó lên cho tương lai. Tôi ghi lại cả những dự đoán của tôi hồi đầu năm nay cũng như những thay đổi trong quan điểm của tôi sau đó. Thử nghiệm thời gian thực này được dùng minh họa cho cách tiếp cận của tôi trong thực hành. Tiếp theo đó, tôi sẽ bắt đầu thảo luận về các phản ứng chính sách có thể có.

CHƯƠNG 6: Tự Truyện Của Một Nhà Đầu Cơ Thành Công

Một trong những lợi thế của việc tham gia vào các thị trường tài chính trong hơn năm mươi năm là tôi có được hồi ức cá nhân về sự tiến hóa của chúng. Suốt những năm trong nghề, tôi từng thấy chúng thay đổi đến mức không thể nhận ra. Những sắp xếp mà hôm nay có thể bị cho là kỳ dị đã có thời được coi là bình thường, thậm chí là đương nhiên. Và ngược lại. Những công cụ tài chính và thủ pháp được dùng rộng rãi ngày hôm nay thời xưa phải coi là không thể tưởng tượng ra nổi. Tôi vẫn nhớ thời còn là một giao dịch viên chênh lệch chuyên về chứng phiếu và trái phiếu chuyển đổi, tôi đã mơ tới việc tạo ra những bảo chứng phiếu giao dịch được dựa trên cổ phiếu, nhưng dĩ nhiên vào thời ấy, việc đó không được các nhà điều hành cho phép. Thời ấy, tôi chắc chắn đã không thể tưởng tượng ra được những loại công cụ tổng hợp mà người ta đang mua bán đều đặn ngày nay.

Vào cuối Thế chiến II, ngành tài chính - các ngân hàng, các nhà môi giới, các tổ chức tài chính khác - đã đóng một vai trò rất khác trong nền kinh tế so với ngày nay. Các ngân hàng và thị trường bị điều tiết nghiêm ngặt. Tỉ lệ giữa tổng khối lượng tín dụng với quy mô của nền kinh tế thấp hơn rất nhiều so với ngày nay; và số tiền có thể được vay tương ứng với các loại tài sản thế chấp khác nhau cũng nhỏ hơn rất nhiều. Thế chấp lúc đó đòi hỏi ít nhất 20% tiền cọc, và vay nợ trên cổ phiếu phải chịu mức ký quỹ theo luật, giới hạn món nợ chỉ được tối đa là 50% giá trị của khoản thế chấp. Cho vay mua ô tô, vốn đòi hỏi trả trước một phần bằng tiền mặt, gần như đã được thay thế bằng hợp đồng cho thuê không đòi hỏi tiền mặt đặt cọc. Thời ấy không có thẻ tín dụng và rất ít các khoản tín dụng không bảo đảm. Các tổ chức tài chính chỉ chiếm một phần trăm nhỏ bé vốn hóa trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Rất ít cổ phiếu tài chính được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán New York. Hầu hết cổ phiếu các ngân hàng đều được giao dịch trao tay tại quầy, và nhiều cổ phiếu ngân hàng đó chỉ được giao dịch theo hẹn.

Giao dịch tài chính quốc tế thời ấy chịu sự điều tiết chặt chẽ của hầu hết các quốc gia, và cũng có ít luân chuyển vốn quốc tế. Các tổ chức Bretton Woods được lập ra nhằm tạo điều kiện cho thương mại quốc tế và bù cho sự thiếu vắng đầu tư quốc tế của khu vực tư nhân. Hệ thống này được cho ra đời bởi Hoa Kỳ, qua sự tham vấn với phái đoàn của Anh do John Maynard Keynes dẫn đầu. Phía Anh nêu ý định và Hoa Kỳ quyết định. Các thành viên của các tổ chức Bretton Woods là chính phủ của các nước phát triển, nhưng Hoa Kỳ vẫn giữ quyền phủ quyết.

Mặc dù hệ thống tài chính quốc tế vẫn chính thức dựa trên bản vị vàng, trên thực tế đồng đô la được dùng làm tiền tệ quốc tế. Giá vàng được định bằng đồng đô la. Trong một thời gian, những nước thuộc khối Thịnh vượng Anh vẫn gắn bó với đồng sterling bảng Anh, nhưng khi đồng tiền này tiếp tục mất giá, khu vực dùng sterling dần dần tan rã. Thời hậu chiến chứng kiến sự thiếu hụt đô la khẩn cấp, và Hoa Kỳ khởi động Kế hoạch Marshall để giúp tái thiết châu

Âu. Rồi tình hình thiếu hụt đô la cũng giảm dần, và với việc hình thành của Thị trường Chung châu Âu cùng sự tái sinh của Nhật Bản - sau này các quốc gia hổ châu Á bắt chước theo - tình thế đã đảo ngược. Các dòng vốn chảy ra với quy mô lớn, thâm hụt thương mại và Chiến tranh Việt Nam cùng gây áp lực lên đồng đô la. Nhưng quyền kiểm soát hệ thống tài chính quốc tế vẫn nằm trong tay các nước phát triển, với Hoa Kỳ chiếm vị thế thống lĩnh. Vào ngày 15 tháng Tám năm 1971, khi tính chuyển đổi được của đô la sang vàng bị loại bỏ, đồng đô la vẫn tiếp tục là đồng tiền chính mà các ngân hàng trung ương giữ làm dự trữ.

Tôi khởi đầu sự nghiệp của mình bằng một chân thực tập sinh tại một ngân hàng thương mại London vào năm 53 hay 54 gì đó, và học nghề giao dịch chênh lệch cổ phiếu. Giao dịch chênh lệch có nghĩa là cố lợi dụng những chênh lệch nhỏ về giá giữa các thị trường khác nhau. Giao dịch quốc tế thời ấy chủ yếu giới hạn ở các cổ phiếu vàng và dầu hỏa, và việc đó đòi hỏi một loại tiền đặc biệt gọi là đồng bảng chuyển đổi (switch sterling), hay đồng đô la ưu đãi. Tỉ giá hối đoái chính thức bị cố định, nhưng những tiền tệ dùng cho giao dịch vốn thì dao động trong biên chính thức tùy theo cung và cầu.

Tôi chuyển sang Hoa Kỳ vào năm 1956. Sau khi Thị trường Chung châu Âu được thành lập, người ta háo hức quan tâm đến việc đầu tư vào chứng khoán châu Âu, và tôi tham gia tích cực với tư cách một người giao dịch, một người phân tích, và một nhà buôn chứng khoán. Việc kinh doanh bị ngưng đột ngột vào năm 1963, khi tổng thống John F. Kennedy đưa ra cái gọi là thuế cân đối lãi suất, trên thực tế là áp thêm 15 phần trăm thuế khi mua cổ phiếu nước ngoài ở ngoài nước. Dần dần, tôi chuyển sang quan tâm tới chứng khoán Hoa Kỳ, đầu tiên là với tư cách một nhà phân tích, và sau là một người quản lý một quỹ đầu tư phòng hộ. Tôi thuộc về thế hệ đầu của các nhà quản lý quỹ đầu tư phòng hộ. Khi tôi mới bắt đầu thì những người như tôi chỉ đếm được trên đầu ngón tay.

Trong vai trò một nhà phân tích, tôi chứng kiến sự tỉnh thức dần dần của ngành ngân hàng. Vào năm 1972, tôi có viết một bản báo cáo mang tên *"Lợi điểm của các ngân hàng tăng trưởng"*. Ngân hàng vào thời ấy bị coi là những cơ quan ù lì nhất. Giới quản lý bị hoảng hồn bởi những thất bại của thời những năm 1930, và tính an toàn được đặt lên tối cao, lấn át cả lợi nhuận lẫn tăng trưởng. Cấu trúc của ngành ngân hàng lúc ấy thực sự đã bị sự điều tiết của chính phủ làm đông cứng lại. Không được phép phát triển xuyên bang, và ở một số bang, ngay cả việc mở chi nhánh cũng bị cấm. Kinh doanh ù lì thu hút những con người ù lì, và trong ngành ngân hàng lúc ấy thiếu cả vận động lẫn cách tân. Cổ phiếu ngân hàng bị các nhà đầu tư săn tìm lợi vốn ngó lơ.

Trong bản báo cáo của mình, tôi lập luận rằng thời thế đã thay đổi nhưng các nhà đầu tư đã không nhận ra những thay đổi đó. Một thế hệ các nhân viên ngân hàng mới đang nổi lên, những người này được giáo dục tại các trường kinh doanh và biết suy nghĩ chủ yếu về vấn đề lợi nhuận cuối cùng. Trung tâm về tinh thần của trường phái suy nghĩ mới này là First National City Bank, dưới sự lãnh đạo của Walter Wriston, và những người được huấn luyện tại đó đã tỏa đi và chiếm giữ những vị trí hàng đầu tại những ngân hàng khác. Nhiều loại công cụ tài chính mới được đưa ra, và một vài ngân hàng bắt đầu dùng vốn của mình một cách xông xáo hơn, tạo

ra những thành tích thu nhập đáng nể. Những ngân hàng khá hơn có tỉ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu vượt trên 13 phần trăm. Trong bất kỳ ngành nào khác, một tỉ lệ lợi nhuận trên vốn cao như thế, song hành với một mức tăng trưởng về chỉ số thu nhập trên cổ phần vượt 10 phần trăm, hẳn đã được tưởng thưởng bằng việc các cổ phiếu sẽ được buôn bán với một chênh lệch giá đáng kể so với giá trị trên sổ sách, nhưng các cổ phiếu ngân hàng lại chỉ được giao dịch với chênh lệch giá thấp hoặc thậm chí không có chênh lệch. Tuy nhiên, theo các tiêu chuẩn của thời đó, nhiều ngân hàng đã đạt tới ngưỡng mà người ta coi là giới hạn của vay nợ thận trọng. Nếu muốn tiếp tục tăng trưởng, họ cần phải kêu gọi thêm vốn cổ phần bổ sung. Trên khung cảnh này, First National City đã tổ chức một bữa tối cho các nhà phân tích chứng khoán - một sự kiện chưa từng thấy trong ngành ngân hàng.

Đó chính là điều khiến tôi phải công bố bản báo cáo của mình, trong đó tôi lập luận rằng cổ phiếu các ngân hàng sắp vươn mình tỉnh thức do giới quản lý đã có một câu chuyện hay để kể, và họ bắt đầu kể câu chuyện ấy rồi. Thực vậy, các cổ phiếu ngân hàng đã có một bước chuyển biến tốt vào năm 1972, và tôi đã kiếm được khoảng 50 phần trăm trên nhóm các cổ phiếu ngân hàng tăng trưởng mà tôi mua về cho quỹ đầu tư của mình.

Thế rồi xảy ra cú sốc dầu mỏ đầu tiên vào năm 1973, và các ngân hàng trung tâm tham gia vào việc tái chế đồng đô la-dầu hỏa. Đó là khi thị trường đô la-Châu Âu ra đời, và sự bùng nổ cho vay quốc tế bắt đầu. Hầu hết việc kinh doanh diễn ra ở nước ngoài, và các ngân hàng Hoa Kỳ thành lập những công ty cổ phần để lẩn tránh những quy định trong nước. Người ta phát minh ra nhiều công cụ tài chính và kỹ thuật cấp vốn mới, và ngành ngân hàng trở thành một ngành kinh doanh vi tế hơn rất nhiều so với thời gian trước đó vài năm. Từ giữa năm 1973 đến 1979 đã xảy ra một cơn bùng nổ thực sự về tín dụng quốc tế. Đó là nền tảng của pha bùng nổ tăng trưởng kèm lạm phát toàn thế giới những năm 1970. Hoa Kỳ không tham dự vào pha tăng trưởng đó. Bản thân nó phải chịu đựng tình trạng lạm phát đình đốn - một sự kết hợp giữa lạm phát với tăng thất nghiệp.

Năm 1979, một cú sốc dầu mỏ thứ hai làm tăng thêm áp lực lạm phát. Nhằm lấy lại quyền kiểm soát lạm phát, Cục Dự trữ Liên bang đã áp dụng học thuyết tiền tệ do Milton Friedman đề ra. Thay vì kiểm soát lãi suất ngắn hạn như từ trước tới nay nó vẫn làm, Cục Dự trữ Liên bang đã ấn định các mục tiêu cung tiền và cho phép lãi suất của các quỹ liên bang được dao động tự do. Chính sách mới của Cục Dự trữ Liên bang được đưa ra vào tháng Mười năm 1979, và lãi suất cũng đã đạt mức kỷ lục khi Tổng thống Ronald Reagan nhậm chức.

Tổng thống Reagan tin vào nền kinh tế trọng cung và một vị thế quân sự mạnh. Trong ngân sách đầu tiên của mình, ông cắt giảm thuế đồng thời với tăng chi cho quân sự. Mặc dầu đã có một nỗ lực nghiêm túc để giảm chi tiêu quốc nội, khoản tiết kiệm được vẫn không đủ để bù đắp cho hai món trên. Đi theo lối ít bị phản đối nhất đã mang lại thâm hụt ngân sách lớn.

Do việc bù đắp thâm hụt ngân sách bị hạn chế bởi những mục tiêu chặt chẽ về cung tiền, lãi suất đã tăng cao chưa từng thấy. Thay vì có một cuộc tăng trưởng kinh tế, mâu thuẫn giữa chính sách tài khóa và tiền tệ đã dẫn đến suy thoái nghiêm trọng. Lãi suất cao không ngờ, cùng

với suy thoái kinh tế ở Mỹ, đã khiến Mexico phải đe dọa sẽ không trả những món nợ quốc tế vào tháng Tám năm 1982. Đó là khởi đầu của cuộc khủng hoảng ngân hàng quốc tế vào những năm 1980 - cuộc khủng hoảng đã tàn phá châu Mỹ Latin và những nền kinh tế đang phát triển khác.

Cục Dự trữ Liên bang đối phó lại với cuộc khủng hoảng bằng cách nới lỏng quản lý cung tiền. Thâm hụt ngân sách lúc ấy cũng vừa bắt đầu tăng tốc. Được thả phanh, nền kinh tế cất cánh, và khi trước suy thoái nặng nề thế nào thì nay phục hồi mạnh mẽ thế ấy. Nó được trợ lực bởi việc chi tiêu mạnh mẽ của cả hai nhóm doanh nghiệp và hộ gia đình, được hệ thống ngân hàng tiếp tay thả cửa. Chi cho quân sự tăng lên; thu nhập thực của hộ gia đình tăng lên; khu vực doanh nghiệp hưởng lợi từ khấu hao tăng tốc và các trợ giúp thuế khác. Các ngân hàng sốt sắng cho vay, vì thực tế bất kỳ một khoản vay mới nào cũng có tác dụng cải thiện chất lượng danh mục cho vay của họ. Nhu cầu từ tất cả những nguồn này quá mạnh đến nỗi lãi suất, sau lúc giảm ban đầu, đã ổn định ở mức cao kỷ lục trong lịch sử, và cuối cùng bắt đầu tăng trở lại. Vốn nước ngoài cũng đổ về, phần vì mức lợi nhuận cao trên tài sản tài chính, phần vì sự tin cậy do Tổng thống Reagan mang lại. Đồng đô la mạnh lên, và một tiền tệ đang mạnh lên đi kèm với một chênh lệch lãi suất dương đã khiến việc chuyển sang đồng đô la là không cưỡng được. Đô la mạnh thu hút nhập khẩu, nhập khẩu nhiều giúp thỏa mãn nhu cầu thừa chưa được thỏa mãn, đồng thời giữ cho mặt bằng giá ở mức thấp. Một quá trình tự-lớn-mạnh được khởi động, trong đó một nền kinh tế mạnh, một đồng tiền mạnh, một thâm hụt ngân sách lớn, và một thâm hụt thương mại lớn, cái này làm cái kia mạnh thêm để cùng tạo ra sự tăng trưởng phi lạm phát. Trong *Giả kim thuật Tài chính*, tôi gọi mối quan hệ quay vòng này là Vòng Đế quốc của Reagan vì nó đã tài trợ cho một vị thế quân sự mạnh bằng cách thu hút cả hàng hóa lẫn vốn từ nước ngoài. Điều đó khiến cho cái vòng này ở trung tâm thì "thiện" mà ở khu vực ngoại biên thì "ác". [22] Đây là khởi đầu của thâm hụt tài khoản vãng lai của Hoa Kỳ và của việc Hoa Kỳ nổi lên với vai trò người tiêu dùng cuối cùng, và việc đó, sau bao nhiêu xoay vần, vẫn tiếp tục đến tận hôm nay.

Cuộc khủng hoảng ngân hàng quốc tế đã bị kiềm chế nhờ sự can thiệp tích cực và sáng tạo của các giới chức trách. Cung cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng không đủ. Số tiền nợ bởi những quốc gia con nợ vượt xa số vốn của các ngân hàng; nếu các quốc gia đi vay đó được cho phép lãn nợ, hệ thống ngân hàng sẽ bị vỡ nợ. Lần cuối việc đó xảy ra là vào năm 1932, và đã gây nên cuộc Đại Suy Thoái. Vì kinh nghiệm ấy mà một kết cục tương tự thế nữa là không thể chấp nhận được. Do đó, các ngân hàng trung ương đã phải vượt quá vai trò truyền thống của mình, cùng nhau hiệp lại để cứu nguy các nước con nợ. Một tiền lệ cho loại cứu nguy này đã xảy ra ở Anh vào năm 1974, khi Ngân hàng Anh Quốc quyết định cứu cái gọi là những ngân hàng nhỏ, vốn nằm ngoài phạm vi trách nhiệm của nó, hơn là để cho các chi nhánh ngân hàng thanh toán bù trừ (clearing bank), tức chủ nợ lớn của các ngân hàng nhỏ kia, bị đặt vào vòng nghi vấn. Nhưng cuộc khủng hoảng năm 1982 là lần đầu tiên mà chiến lược cứu nguy các con nợ được áp dụng ở quy mô quốc tế.

Các ngân hàng trung ương không đủ thẩm quyền để thực hiện một chiến lược như thế, và vì vậy phải sinh ra một sự sắp xếp tạm thời, trong đó có sự tham gia của chính phủ tất cả những

nước chủ nợ và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đóng vai trò chủ chốt. Các gói cứu nguy được tạo ra cho hết nước này tới nước khác. Điển hình thì các ngân hàng thương mại sẽ gia hạn các cam kết của mình, các tổ chức tiền tệ quốc tế bơm thêm tiền, và các nước con nợ đồng ý tuân theo những chương trình khắc khổ, được thiết lập để cải thiện cán cân thanh toán của họ. Trong hầu hết các trường hợp, các ngân hàng thương mại cũng phải lo thêm tiền mặt, tạo điều kiện cho các nước con nợ được coi là vẫn trả đủ cả lãi. Những gói cứu nguy kia đã tạo nên một thành quả đáng kể trong việc hợp tác quốc tế. Những bên tham dự gồm có: IMF, Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (Bank of International Settlements), một số chính phủ và ngân hàng trung ương, cùng một số lượng còn lớn hơn các ngân hàng thương mại. Thí dụ, trong trường hợp của Mexico có hơn năm trăm ngân hàng thương mại tham gia vào.

Tôi đã trở thành một học trò gần gũi của cuộc khủng hoảng cùng giải pháp của nó do say mê những vấn đề có tính hệ thống liên quan tới nó. Tôi đã viết một loạt báo cáo được Morgan Stanley phát hành, trong đó tôi phân tích giải pháp tạm thời của các giới chức tài chính quốc tế. Tôi gọi đó là Hệ thống Hợp tác xã Cho vay. Hợp tác xã này được gắn kết lại với nhau bởi nỗi sợ vỡ nợ. Do đó, bằng mọi giá phải giữ cho món nợ được toàn vẹn. Điều này bỏ các nước con nợ tự lo liệu lấy cho bản thân; các nước này được hưởng một vài ân huệ về điều khoản duy trì nợ, nhưng mỗi món ân huệ lại làm tăng trách nhiệm con nợ trong tương lai của họ. Các nước con nợ chấp nhận giải pháp này để được tiếp tục tiếp cận các thị trường vốn, để tránh cho khỏi bị xiết tài sản; và cũng vì họ sợ những điều không biết. Những chương trình khắc khổ kia quả là có giúp cải thiện cán cân thanh toán của họ, nhưng trong nhiều trường hợp, sự cải thiện không bắt kịp tốc độ tích tụ thêm nợ. Nhận thức được những vấn đề này, các ngân hàng liền xây dựng quỹ dự trữ nợ xấu; nhưng vào lúc tôi điểm lại tình hình này trong cuốn *Giả kim thuật Tài chính*thì người ta vẫn chưa tìm ra được cách nào để chuyển những món dự trữ nợ xấu này sang cho các nước con nợ mà không làm hỏng cái nguyên tắc đã giữ Hợp tác xã Cho vay được bền vững. Cuối cùng, vấn đề được giải quyết nhờ việc ra đời của trái phiếu Brady, nhưng lúc đó hầu hết các nước châu Mỹ Latin đã mất nguyên một thập kỷ tăng trưởng.

Ở những lần trước, khủng hoảng tín dụng thường đưa tới việc quản lý chặt hơn các tổ chức vi phạm nhằm ngăn chặn tái diễn. Nhưng dưới ảnh hưởng của trào lưu thị trường chính thống là trào lưu thống soái trong suốt những năm Reagan cầm quyền, cuộc khủng hoảng ngân hàng quốc tế đã đưa tới một kết quả trái ngược: các ngân hàng ở Hoa Kỳ được trao nhiều quyền tự do hơn để kiếm tiền. Hầu như mọi giới hạn từng áp đặt lên các ngân hàng này trong thời Đại Khủng hoảng đã được dỡ bỏ dần dần. Chúng được phép mở rộng chi nhánh, sáp nhập xuyên bang, và tham gia vào những ngành kinh doanh mới. Sự phân định giữa ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại mờ dần rồi mất hẳn. Do đã từng bị phạt bởi Hệ thống Hợp tác xã Cho vay, các ngân hàng giờ lo lắng tìm cách tránh không để những khoản nợ nằm trên bảng kết toán của mình; họ thích đóng gói các khoản nợ này lại hơn rồi đem bán cho các nhà đầu tư nào không phải chịu sự điều hành và quản lý của các giới chức điều tiết. Người ta đưa ra những công cụ tài chính ngày càng phức tạp hơn, và tìm ra nhiều cách mới để giữ cho tài sản nằm ngoài bảng cân đối. Đó là khi siêu-bong-bóng thực sự cất cánh.

Những công cụ tài chính mới phát minh và những kỹ thuật tài chính và giao dịch mới được đưa

ra đã phải chịu một sai lầm quan trọng. Chúng dựa trên cơ sở là giả định cho rằng thị trường tài chính có khuynh hướng tìm về trạng thái cân bằng. Thị trường có thể tạm thời đi chệch khỏi sự cân bằng đó, nhưng những bước chệch này có hình thức là các bước đi ngẫu nhiên; cuối cùng các giá trị sẽ lại quay về giá trị trung bình thiết lập. Do đó kinh nghiệm quá khứ được coi là một chỉ dụ đáng tin cho tương lai. Giả định này đã không tính tới ảnh hưởng của những công cụ mới và những kỹ thuật mới - những thứ này đã thay đổi sự vận hành của thị trường tài chính tới mức không còn nhận ra được. Tôi có thể xác minh cho chuyện này bằng chính kinh nghiệm của tôi: khi quay lại thị trường vào đầu những năm 1990 sau vài năm vắng mặt, tôi đã cảm thấy như bị lạc trong một mê cung.

Tôi coi năm 1980 là khởi đầu cho cả tiến trình toàn cầu hóa lẫn siêu bong bóng, đó là khi Ronald Reagan và Margaret Thatcher lên nắm quyền. Giai đoạn từ đó tới nay thỉnh thoảng lại được điểm bằng một vụ sụp đổ trong vài phân khúc thị trường nhất định. Tình trạng cho vay thoải mái trên diện quốc tế vào những năm 1970 đã trở thành cuộc khủng hoảng ngân hàng quốc tế vào năm 1982. Việc lạm dụng công cụ bảo hiểm danh mục đầu tư đã biến một xu hướng đi xuống của thị trường chứng khoán thành một cuộc tuột dốc chưa từng thấy vào tháng 10 năm 1987. Bảo hiểm danh mục đầu tư có liên quan đến việc sử dụng công cụ hợp đồng quyền bán dạng knock-out (knock-out option). Vì công cụ này được sử dụng trên diện rộng nên người ta không thể thực hiện quyền mà không gây ra một sự gián đoạn tai họa. Những sự vụ tương tự cũng đã diễn ra trên diện nhỏ hơn tại những thị trường khác; tôi đã chứng kiến một vụ như vậy trong tỉ giá hối đoái đô la và đồng yên. Việc phân lát những khoản nợ thế chấp địa ốc thành các khoanh trái phiếu đã gây nên một sự sụp đổ "mini" trong khu vực những trái phiếu "rác độc" vào năm 1994, với một số đáng kể các nạn nhân. Việc Nga vỡ nợ trong cuộc khủng khoảng thị trường mới nổi vào năm 1998 đã đưa tới sự mất chi trả của LTCM (Quỹ quản lý vốn dài hạn) - một quỹ phòng hộ rất lớn có hệ số nợ rất cao. Việc này đe dọa tính ổn định của hệ thống tài chính, khiến Fed phải hạ lãi suất và sắp xếp một cuộc cứu nguy tập thể cho LTCM nhờ các chủ nợ của nó. Nhưng những biến cố này cũng chẳng đưa đến bất kỳ cải cách nào về quy chế; trái lại, khả năng chống đỡ của hệ thống trước những thử thách này lại còn tái khẳng định cái tín điều thị trường chính thống thịnh hành kia và càng thả lỏng hơn môi trường điều tiết.

Thế rồi xảy ra bùng nổ bong bóng công nghệ vào năm 2000 cùng vụ tấn công khủng bố ngày 11 tháng 9 năm 2001. Để ngăn ngừa suy thoái, Fed hạ lãi suất quỹ liên bang xuống còn 1% và giữ nguyên như thế cho đến tận tháng 6 năm 2004. Việc đó làm sinh ra bong bóng địa ốc, trong đó các cách tân tài chính đóng vai trò quan trọng. Với việc phân tán rủi ro, người ta có thể chấp nhận thêm nhiều rủi ro hơn. Không may là rủi ro lại được chuyển giao từ những người đúng ra biết rõ về chúng sang cho những người mù mờ về chúng. Tệ hơn nữa, những phương pháp và công cụ mới được sáng chế ra lại quá tinh vi đến mức các giới chức điều tiết cũng mất luôn khả năng tính toán những rủi ro đi kèm. Họ đành phải dựa trên những phương pháp kiểm soát rủi ro do chính các tổ chức tài chính đưa ra. Basel 2 - thỏa ước quốc tế mới đây nhất về yêu cầu đủ vốn đã cho phép những ngân hàng lớn nhất được phụ thuộc vào hệ thống quản lý rủi ro của chính chúng. Một việc giống như thế cũng đã xảy ra với các công ty xếp hạng tín dụng, những tổ chức có nhiệm vụ đánh giá mức độ tin cậy tín dụng của các công cụ tài chính. Các công ty

này cũng đành phải chấp thuận những tính toán đưa ra bởi chính những bên phát hành các công cụ ấy.

Tôi thấy đây là một sự chối bỏ trách nhiệm gây "sốc" nhất của các nhà điều tiết. Nếu không tính toán được rủi ro, họ cũng không được cho phép những tổ chức nằm dưới sự giám sát của họ đảm trách việc tính toán ấy. Những mô hình rủi ro của các ngân hàng là dựa trên giả định rằng bản thân hệ thống là ổn định. Nhưng trái với những tín điều của trường phái thị trường chính thống, tính ổn định của các thị trường tài chính không hề được đảm bảo; nó cần phải được các giới chức tích cực duy trì. Bằng việc dựa vào những phép tính rủi ro của những thành viên thị trường, các nhà điều tiết đã kéo chiếc neo lên, thả lỏng trong suốt một thời kỳ cho phình đại tín dụng không kiểm soát. Đặc biệt, những tính toán giá trị rủi ro (VAR) lại dựa vào kinh nghiệm trong quá khứ. Nhưng với tình trạng phình đại tín dụng không được kiểm soát, quá khứ đã trở thành một chỉ dụ tồi cho tình thế hiện tại. Những tính toán giá trị rủi ro cho phép có từ hai đến ba độ lệch chuẩn. Những độ lệch chuẩn cao hơn, đáng lẽ phải cực kỳ hiếm, lại xảy ra với tần suất lớn hơn. Đáng ra đó phải là một dấu hiệu báo động, nhưng chúng bị cả những nhà điều tiết và thành viên thị trường bỏ qua. Họ chỉ làm có mỗi một việc là đưa ra những thử nghiệm chịu tải để đo xem mình chuẩn bị tốt tới mức nào cho những việc bất ngờ.

Cũng hệt như thế, các chứng khoán nợ thế chấp địa ốc tổng hợp dựa trên giả định rằng giá trị của các căn nhà ở khắp Hoa Kỳ về tổng thể sẽ không bao giờ giảm; trong từng vùng có thể dao động, nhưng xét toàn cục thị trường thì ổn định. Chính đó là điều khiến cho việc chứng khoán phân tán rủi ro trên nhiều khu vực có vẻ như an toàn hơn các khoản vay đứng riêng. Giả định ấy đã bỏ qua khả năng có một bong bóng địa ốc trên toàn quốc ở một mức độ mà trên thực tế đã xảy ra.

Những giới chức điều tiết lẽ ra phải khôn ngoan hơn. Suy cho cùng, thỉnh thoảng họ vẫn phải can thiệp, và họ vẫn biết rằng việc can thiệp của họ sinh ra rủi ro đạo đức. Họ cứ nói mồm về rủi ro đạo đức, nhưng khi hữu sự thì họ lại đi giải cứu những tổ chức quá lớn đến không thể để cho chết. Họ biết rằng việc can thiệp của họ mang lại những khích lệ bất cân xứng rất tốt cho sự phình đại tín dụng cứ thế tăng mãi, nhưng họ bị cuốn hút quá mức bởi tâm lý thị trường chính thống đang thịnh hành và sự thành công của chính họ, đến nỗi họ tin rằng thị trường có thể tự điều tiết được. Và bằng cách đó, tình trạng phình đại tín dụng đã đạt tới những mức độ không thể duy trì được.

Thời điểm đúng để kìm hãm phình đại tín dụng là trong pha phình đại. Các ngân hàng trung ương, tuy có đối phó với lạm phát giá và lạm phát lương, nhưng không cảm thấy có trách nhiệm phải ngăn chặn lạm phát giá tài sản. Alan Greenspan đã công kích sự "thịnh vượng vô lý" của thị trường chứng khoán vào tháng 12 năm 1996, nhưng ông không làm gì ngoài việc nói suông và đã thôi không nói về chuyện đó nữa khi những lời nói của ông không mang lại tác dụng mong muốn. Greenspan hiểu về các quá trình kinh tế sâu sắc hơn nhiều so với hầu hết các chuyên gia, và ông biết cách sử dụng chức năng thao túng trong việc diễn đạt quan điểm của mình. Tôi rất ấn tượng trước sự nhìn xa của ông, trước lối tiếp cận năng động, đối lập rõ ràng với kiểu suy xét tĩnh chỉ biết ngoái lại sau để đánh giá của giới ngân hàng trung ương

châu Âu. Tuy nhiên, ông có thể bị chê trách vì đã cho phép quan điểm chính trị kiểu Ayn Rand của mình can thiệp hơn mức phải phép vào cách ứng xử của chính mình trong cương vị chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang. Ông đã ủng hộ việc Bush cắt giảm thuế cho nhóm 1 phần trăm hàng đầu dân số và lý luận rằng thâm hụt ngân sách nên được giảm xuống bằng cách cắt giảm các dịch vụ xã hội cùng ngân khoản chi tiêu tùy ý của chính phủ. Và việc giữ cho lãi suất quỹ liên bang ở mức 1% lâu hơn mức cần thiết hẳn là đã có liên quan gì đó tới cuộc bầu cử năm 2004. Trách nhiệm về bong bóng địa ốc công bằng ra phải được quy cho ông.

Ben Bernanke có nhiều phần lý thuyết gia hơn và không có kỹ năng thao túng của Greenspan. Ông và Mervyl King của Ngân hàng Anh Quốc rất quan ngại về rủi ro đạo đức và việc này là nguyên nhân lớn của việc họ phản ứng chậm trễ trước cuộc vỡ bong bóng địa ốc vào năm 2007. Các giới hữu trách nhất tề bỏ qua hoặc đánh giá thấp tình trạng lạm dụng và quá đà trong ngành cho vay địa ốc cùng những hậu quả của những thứ đó lên nền kinh tế sản xuất. Đó là lý do tại sao Cục Dự trữ Liên bang lại tụt hậu xa như thế. Cục có thẩm quyền hợp pháp để điều tiết ngành cho vay địa ốc, nhưng đã không sử dụng quyền này. Bộ Ngân khố cũng hoàn toàn thụ động trong suốt thời kỳ ấy và chỉ trở nên năng động khi cuộc khủng hoảng đã tiến khá xa. Đợi cho đến khi ngành cho vay địa ốc rơi vào bế tắc rồi, Bộ mới đưa ra những quy định mới cho ngành, và Bộ tự giới hạn mình vào mỗi việc khuyến khích sự hợp tác tự nguyện giữa những người cho vay để làm nhẹ bớt thiệt hại. Lối tiếp cận này từng có hiệu quả với cuộc khủng hoảng ngành ngân hàng quốc tế những năm 1980 do các ngân hàng trung ương lúc đó có thể có ảnh hưởng trực tiếp lên các ngân hàng thương mại có liên quan. Nhưng cuộc khủng hoảng hiện tại lại phức tạp không gì sánh nổi, do các khoản vay địa ốc đã được chia nhỏ ra, rồi gói lại, đem bán lại, và sự hợp tác tự nguyện giữa những người tham dự không ai biết là ai này là rất khó mà có được, nếu không nói là không thể được. Nỗ lực tạo ra cái gọi là *siêu*-SIV (công cụ đầu tư được kết cấu lại), nhằm ngăn chặn mối đe dọa rằng các SIV sẽ phải vứt bỏ hết mọi tài sản của chúng, là một nỗ lực chết yểu; và những thu xếp để cứu trợ những người sẽ phải chịu một mức lãi suất tăng vọt khi lãi suất "nhử" của họ hết hạn trong vòng 18 tháng tới sẽ chỉ có tác dụng hạn chế. Các công ty duy trì nợ địa ốc bị ngập ứ và không có bất kỳ khuyến khích tài chính nào cho họ để họ chịu đứng ra môi giới những điều chỉnh tự nguyện từ phía chủ nợ. Có khoảng 2,3 triệu người trong nhóm này, nhiều người trong số họ đã bị những kẻ cho vay vô liêm sỉ lừa bịp. Nhìn chung, khủng hoảng địa ốc sẽ có những hệ lụy xã hội sâu rộng. Người ta không thể trông chờ chính quyền này làm được gì nhiều cho cuộc khủng hoảng đó. Chính quyền kế tiếp sẽ phải hứng cả một thực tại buồn thảm. Vào lúc ấy mới rõ được thực tại sẽ buồn thảm đến cỡ nào.

Tôi đã quan sát sự tiến hóa của bong bóng địa ốc từ xa do không còn tham gia tích cực vào việc quản lý quỹ nữa. Sau khi cộng sự của tôi, cũng là người quản lý quỹ, rời quỹ năm 2001, tôi đã chuyển quỹ đầu tư phòng hộ của mình thành một quỹ được quản lý hiền hòa hơn và đặt lại tên là quỹ quản lý tài sản với nhiệm vụ chủ yếu là quản lý tài sản các quỹ của tôi. Hầu hết tiền được giao cho các nhà quản lý bên ngoài. Tuy thế lúc đó tôi vẫn có thể thấy rõ một siêu bong bóng đang lớn dần và chắc chắn sẽ kết thúc tệ hại. Tôi đã công khai đưa ra tiên đoán đó trong một quyển sách xuất bản năm 2006. Và tôi không đơn độc. Giới đầu tư đã chia rẽ sâu sắc, một bên là những lão già cổ hủ như tôi, và một bên là thế hệ trẻ biết cách dùng những công cụ và kỹ thuật mới, và tin vào chúng. Dĩ nhiên, trong số họ cũng có những ngoại lệ. Một trong những

người nổi bật là John Paulson, người đã mua bảo hiểm trên những khoản vay địa ốc dưới chuẩn và đã nhận được những khoản lợi nhuận gấp nhiều lần so với khoản phí bảo hiểm mà anh đã phải trả. Tôi đã mời John ăn trưa để tìm hiểu anh đã làm việc ấy như thế nào.

Khi cuộc khủng hoảng bùng nổ vào tháng Tám năm 2007, tôi thấy tình trạng đã nghiêm trọng đến nỗi không còn cảm thấy thoải mái để người khác quản lý tài sản của mình. Tôi lấy lại kiểm soát bằng cách thiết lập một “đại” tài khoản giao dịch, cho phép quỹ có một vị thế bao trùm trên mọi vị thế do những người khác quản lý. Tôi tin rằng những nước phát triển, đặc biệt là Hoa Kỳ, đang sắp gặp rắc rối nghiêm trọng, nhưng vẫn có những sức mạnh tích cực và mạnh mẽ đang vận hành từ những phần khác của thế giới, đặc biệt là Trung Quốc, Ấn Độ, cùng một số nước sản xuất nguyên liệu thô và dầu hỏa. Chúng tôi đã xây dựng những vị thế đầu tư quan trọng trên thị trường chứng khoán ở những nước này. Tôi muốn bảo vệ những vị thế này bằng cách thiết lập những vị thế bán khống lớn ở những nước phát triển. Do thiếu hiểu biết chi tiết, tôi chỉ có thể dùng những “công cụ cùn” như tiền tệ và danh mục đầu tư dựa trên các chỉ số. Mặc dù vậy, chiến lược đó vẫn khá thành công nhưng không phải là không có thăng trầm. Thị trường lên xuống cực kỳ thất thường, và phải có thần kinh thép để giữ được những vị thế bán khống đó.

CHƯƠNG 7: Dự Phóng Của Tôi Cho 2008

Trong sách *Giả kim thuật Tài chính*, tôi đã thực hiện một thí nghiệm trong thời gian thực, trong đó ghi chép lại quá trình ra quyết định của tôi với tư cách là một nhà quản lý quỹ đầu tư vào cùng lúc tôi đưa ra những quyết định ấy. Tôi sẽ lặp lại cách làm đó ở đây.

THÁNG GIÊNG, 2008

Thuyết phản hồi không giúp đưa ra tiên đoán chắc chắn nào. Tuy nhiên, nó giúp hình thành vài phỏng đoán xem tương lai có thể mang tới điều gì.

1. Một giai đoạn phình đại tín dụng kéo dài sáu mươi năm, dựa trên việc Hoa Kỳ khai thác vị thế của mình ở trung tâm hệ thống tài chính toàn cầu và sự kiểm soát của nó đối với đồng tiền dự trữ quốc tế, đã đến hồi kết thúc. So với các cuộc khủng hoảng tương tự trong quá khứ, cuộc khủng hoảng tài chính hiện tại sẽ có những hậu quả kéo dài và trầm trọng hơn nhiều. Tất cả các cuộc khủng hoảng đều đi kèm với một sự thắt chặt tín dụng tạm thời. Các ngân hàng trung ương sẽ có thể cung cấp thanh khoản tạm thời, như chúng từng làm trong quá khứ, nhờ thế giai đoạn cấp tính của cuộc khủng hoảng sẽ được chặn lại như mọi khi; hệ thống ngân hàng quốc tế sẽ không sụp đổ như nó đã từng sụp đổ vào những năm 1930. Nhưng ở những lần trước, mỗi cuộc khủng hoảng đều kéo theo sau nó một giai đoạn mới của tăng trưởng kinh tế, được kích thích bởi tiền vay dễ dàng và các cách thức tăng trưởng tín dụng mới. Lần này sẽ phải mất nhiều thời gian hơn để sự tăng trưởng bắt đầu lại. Khả năng cắt giảm lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang bị giới hạn bởi việc cả thế giới đều không muốn giữ đô la và trái phiếu dài hạn bằng đô la. Một số công cụ tài chính mới được đưa ra gần đây sẽ tỏ ra không hợp lý và sẽ bị loại bỏ. Một vài tổ chức tài chính lớn có thể sẽ bị mất khả năng chi trả, và sẽ khó nhận được tín dụng hơn. Lượng tín dụng được cung cấp cho một tài sản thế chấp nhất định sẽ giảm, chi phí vay tiền sẽ tăng. Mong muốn vay tiền và chấp nhận rủi ro rất có thể sẽ giảm bớt. Và một trong những nguồn chính của thời phình đại tín dụng, là sự thâm hụt tài khoản vãng lai của Hoa Ky, chắc chắn sẽ đạt tới đỉnh. Tất cả những điều này chắc chắn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế Hoa Kỳ.

2. Chúng ta có thể trông chờ những thay đổi bền lâu hơn trong đặc điểm của ngành ngân hàng và ngân hàng đầu tư. Những ngành này đã tăng trưởng liên tục từ năm 1972, ngày càng tung ra nhiều sản phẩm mới cầu kỳ và thụ hưởng những qui chế ngày càng lỏng lẻo. Tôi cho rằng xu thế này sẽ bị đảo ngược. Các giới chức điều hành sẽ cố lấy lại quyền kiểm soát những hoạt động của cái ngành mà đáng ra họ phải giám sát. Việc họ sẽ đi xa bao nhiêu còn tùy thuộc vào mức độ trầm trọng của các thiệt hại. Nếu họ phải dùng đến tiền đóng thuế thì Quốc hội sẽ phải tham gia. Tài chính chiếm tới 14% tổng vốn hóa thị trường chứng khoán Hoa Kỳ vào cuối những năm 1980, 15% vào cuối những năm 1990, và đạt đỉnh cao là 23% vào năm 2006; tôi

tin rằng tỷ lệ đó sẽ giảm xuống thấp hơn nhiều vào mười năm tới, kể từ hôm nay. Vào ngày 14 tháng Ba năm 2008, tỷ lệ đó đã là 18,2%.

3. Tuy nhiên, chẳng có căn cứ gì để tiên đoán sẽ có một giai đoạn thắt chặt tín dụng hoặc suy giảm kinh tế kéo dài trên toàn thế giới, bởi hiện đang có những năng lực bù trừ vận hành. Trung Quốc, Ấn Độ, và vài quốc gia sản xuất dầu hỏa đang có những bước phát triển năng động mà cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái ở Hoa Kỳ khó mà bẻ gãy được. Bản thân cuộc suy thoái Hoa Kỳ cũng sẽ được giảm nhẹ đi phần nào nhờ có sự cải thiện trong mức thâm hụt tài khoản vãng lai.

4. Hoa Kỳ trong suốt thời kỳ Bush cầm quyền đã không thực thi được việc lãnh đạo chính trị cho đúng đắn. Kết quả là Hoa Kỳ phải chịu một sự tụt dốc mạnh về mức độ ảnh hưởng và quyền lực của nó trên thế giới. Cuộc xâm lược Iraq liên quan rất nhiều tới việc tăng giá dầu và việc phần còn lại của thế giới không muốn giữ đô la nữa. Suy thoái ở Mỹ đi cùng với sự kiên cường của Ấn Độ, Trung Quốc và những nước sản xuất dầu hỏa sẽ càng làm cho sự suy giảm về ảnh hưởng và quyền lực của Hoa Kỳ nặng nề thêm. Một phần đáng kể của dự trữ tiền tệ hiện đang nằm dưới dạng các trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ sẽ được chuyển thành tài sản thực. Điều này sẽ củng cố và mở rộng sự bùng nổ hiện tại về hàng hóa và tạo ra áp lực lạm phát. Sự xuống dốc của đồng đô la trong vai trò của một thứ tiền tệ dự trữ được chấp nhận rộng rãi cũng sẽ có những hậu quả chính trị sâu rộng và làm tăng khả năng sụp đổ của trật tự thế giới hiện tại. Nói chung, chúng ta có khả năng sẽ phải trải qua một giai đoạn có những bất ổn và thiệt hại tài chính lớn trước khi một trật tự mới nổi lên.

Những ghi nhận trên quá chung chung để có thể đem áp dụng trong việc ra quyết định thực tiễn, nhưng bản thân lý thuyết, kết hợp với những dữ kiện đã biết, không đưa chúng ta đi xa hơn được chút nào. Quả thực, để đi xa thế này tôi đã phải vượt nhiều trở ngại. Để có thể nói gì cụ thể hơn, chúng ta chỉ có mỗi cách là phỏng đoán.

Ngay khi bước vào năm mới, tôi đã thấy các thị trường tài chính quá bận tâm với khủng hoảng về thanh khoản mà không có ý thức đầy đủ về những hậu quả lâu dài. Các ngân hàng trung ương biết cách cung cấp thanh khoản và sẽ làm điều đó, dù có chuyện gì xảy ra đi chăng nữa. Chưa bao giờ các ngân hàng lại cấp những ngân khoản lớn cho nhiều loại tài sản thế chấp đến như vậy. Và thế là giai đoạn cấp tính của cuộc khủng hoảng chắc sẽ hạ nhiệt, nhưng cú rơi mạnh vẫn còn chưa xảy ra. Cả những nhà đầu tư lẫn công chúng đều mắc phải một ngộ nhận. Họ tin rằng những giới chức tài chính như Cục Dự trữ Liên bang và chính quyền sẽ làm bất cứ điều gì để tránh một cuộc suy thoái. Tôi tin rằng các tổ chức đó không có khả năng làm việc ấy, một phần vì cuộc bùng nổ hàng hóa, phần khác vì sự suy yếu của đồng đô la (hai yếu tố này củng cố lẫn nhau). Sự sẵn lòng nhận đồng đô la của thế giới đang bị lung lay. Hiện đã có quá nhiều đô la, và những người giữ đô la giờ đang nôn nóng muốn đa dạng hóa. Đồng euro - đồng tiền dự trữ thay thế chính cho đô la - đã bị đẩy cho tăng giá tới những mức không thể duy trì được, và vẫn đang phải chịu sức ép tăng giá. Việc đồng nhân dân tệ của Trung Quốc lên giá với mức thấp hơn đồng euro đã gây ra những xích mích thương mại to lớn giữa Trung Quốc và châu Âu, và rồi thì một bên chắc sẽ phải chịu bên kia. Tôi tin rằng đồng nhân dân tệ sẽ được

phép tăng giá với tốc độ nhanh hơn. Mức thặng dư định trước trên đồng nhân dân tệ đã vượt quá 8 phần trăm một năm, và tôi tin rằng mức tăng giá thực sự sẽ còn cao hơn, mặc dù tôi không thể nói sẽ cao hơn bao nhiêu. Rất khó mà dự đoán được suy nghĩ của chính quyền Trung Quốc, nhưng có nhiều lý do tại sao họ nên đi theo hướng ấy. Quan trọng nhất là sự đe dọa của chế độ bảo hộ công nghiệp ở Hoa Kỳ và giờ là ở châu Âu. Một đồng tiền tăng giá sẽ giúp giảm nhẹ những bực bội gây ra bởi mức thặng dư thương mại lớn. Nó cũng giúp điều hòa lạm phát, nay đã trở thành một vấn nạn cho Trung Quốc. Lạm phát chủ yếu là do chi phí nhập khẩu dầu hỏa và thực phẩm, nên tăng giá đồng tiền là một liều thuốc giải trực tiếp. Trong quá khứ, đã có thời khu vực nông nghiệp kháng cự lại việc tăng giá đồng nhân dân tệ, nhưng nay với giá lương thực tăng, chắc sự kháng cự này sẽ có ít sức nặng hơn. Tất cả những điều này đều quá tốt. Nhưng sự tăng giá đồng nhân dân tệ còn tạo ra những vấn đề mà chúng ta chưa hiểu rõ.

Vấn đề chính đối với Trung Quốc là chi phí thực của vốn đã âm sẵn, nên càng tăng giá tiền tệ nhanh lại càng đẩy nó lùi sâu hơn vào vùng âm. Việc này tạo ra một bong bóng tài sản. Quá trình đó đã khởi động. Bất động sản đang bùng nổ, chỉ số thị trường chứng khoán Thượng Hải đã tăng 97% trong năm 2007 và tổng cộng là 420% kể từ tháng 7 năm 2005[23], khi kết thúc một giai đoạn bốn năm của thị trường gấu. Vì những lý do mà tôi sẽ giải thích kỹ hơn về sau, tuy bong bóng này vẫn còn ở giai đoạn sớm, nhưng sẽ khó tránh khỏi một cuộc khủng hoảng tài chính sau này.

Vấn đề đối với Hoa Kỳ là việc tăng giá đồng nhân dân tệ sẽ làm giá cả ở Wal-Mart tăng theo. Một chút lạm phát trong một môi trường suy thoái có thể là một điều hay, nhưng Cục Dự trữ Liên bang chắc phải quan ngại về sự ổn định của đồng tiền. Tôi tin rằng Fed sẽ tiếp tục hạ lãi suất ở một mức độ chừng mực - ¼ phần trăm mỗi lần Ủy ban Thị trường Mở nhóm họp, và có lẽ không bị ngắt quãng - nhưng rồi sẽ tới một thời điểm mà các lãi suất dài hạn sẽ phản ứng lại bằng cách tăng thay vì giảm. Tại thời điểm đó, khả năng của Fed trong việc kích thích nền kinh tế sẽ chạm tới giới hạn. Một lần nữa, tôi không biết khi nào thì đạt tới điểm đó, nhưng tôi đồ rằng nó sẽ đến sớm hơn thay vì muộn hơn.

Còn nhiều điều bất định về viễn cảnh của một cuộc suy thoái. Hầu hết các dự báo kinh tế vẫn đánh giá chỉ có chưa tới 50 phần trăm xác suất. Tôi không hiểu nổi điều đó. Giá nhà sẽ tuột ít nhất 20 phần trăm trong vòng năm năm tới để trở về một mối tương liên bình thường với thu nhập gia đình. Thuyết bùng-vỡ của tôi cho tôi biết giá nhà sẽ phải tạm thời tụt xuống dưới mức tương liên bình thường đó để thị trường có thể đạt tới điểm bán sạch. Điều đó có nghĩa là giá nhà sẽ tụt xuống hơn 20 phần trăm trong vòng một năm nữa, nếu không phải mất nhiều năm nữa thị trường vẫn sẽ không đạt tới điểm bán sạch. Hiện tại các số liệu thống kê cho thấy thị trường vẫn chưa đạt được điểm bán sạch. Một sự sụt giảm với mức độ như thế chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến sự chi tiêu, đến công ăn việc làm, và các hoạt động làm ăn khác của người tiêu dùng. Lực trung hòa duy nhất là sức mạnh trong xuất khẩu, nhưng ngay cả lực ấy chắc chắn cũng sẽ giảm sút khi phần còn lại của thế giới cũng tăng trưởng chậm đi. Chi tiêu của người tiêu dùng là một chỉ số khá nhất quán, và những kỳ vọng rõ ràng là sai về phía lạc quan, với 65 phần trăm chủ nhà vẫn trông chờ giá trị căn nhà của mình sẽ tăng vừa phải. Lý thuyết bùng-vỡ nói với tôi rằng những thành viên thị trường sẽ phải sai về phía bi quan trước khi nền kinh tế

có thể trở nên tích cực. Liệu chúng ta hiện có đang ở trong một cuộc suy thoái hay không thì còn là một câu hỏi mở; nhưng việc chúng ta sẽ trượt vào suy thoái trong năm 2008 thì tôi cho là chắc chắn.

Việc lộ mặt thật của các tổ chức tài chính vẫn còn chưa diễn ra hết. Kết quả cuối năm chắc chắn sẽ chứa đựng vài điều ngạc nhiên không dễ chịu, và một cuộc suy thoái chắc chắn sẽ gây ra tình trạng tồi tệ hơn nữa. Còn nhiều thứ không hay có thể sẽ xảy đến. Những khoản nợ vay có thế chấp (CDOs) trên cơ sở bất động sản thương mại, đặc biệt là các khu mua sắm, sẽ dễ dàng lộ diện. Các ngân hàng đã phải bán các CDS (bảo hiểm các món nợ tín dụng mất thanh toán) để cứu lấy bảng cân đối tài chính của mình, và khi cuộc suy thoái càng tiến triển thì sẽ có vài món nợ không trả được. Thị trường sẽ không tin tưởng điều gì cho đến khi tất cả những món nợ "ẩn mặt" được tiết lộ đầy đủ. Những ngân hàng đầu tư lớn lâu nay vẫn chăm chỉ đổ đầy bảng cân đối tài chính của mình bằng cách nâng vốn, chủ yếu từ các quỹ tài sản quốc gia; những quỹ này hứa hẹn sẽ trở thành người cứu nguy cho ngành ngân hàng, nhưng sự cả thèm của chúng chắc chẳng mấy chốc sẽ trở thành chóng chán. Đây cũng có thể là một trường hợp khác của việc chuyển các rủi ro sang cho những người không rành về chúng lắm, và mức giá mà những nhà đầu tư đầu tiên đã trả có lẽ là quá cao.

Châu Âu có khả năng bị ảnh hưởng cũng tệ không thua gì Hoa Kỳ. Tây Ban Nha, với bong bóng bất động sản có sẵn của nó, và Anh, với tầm quan trọng của London là một trung tâm tài chính, đều dễ bị tổn thương. Các ngân hàng và các quỹ hưu bổng châu Âu thậm chí còn bị đè nặng xuống bởi khối tài sản có giá trị đáng ngờ hơn các ngân hàng Mỹ, và việc định giá đồng euro cùng đồng sterling quá cao sẽ gây thiệt hại cho các nền kinh tế châu Âu. Kinh tế Nhật Bản cũng vận hành kém. Những nước phát triển gộp chung lại đã đại diện cho hơn 70 phần trăm nền kinh tế thế giới. Tuy nhiên, tôi vẫn nghi ngờ là liệu nền kinh tế toàn cầu có rơi vào khủng hoảng không, do vẫn có những động năng rất đáng khích lệ ở một số nước đang phát triển và các nước nhiều dầu mỏ. Thường người ta vẫn hay nói, khi Hoa Kỳ hắt hơi, cả thế giới cảm lạnh. Điều đó trước từng đúng, nhưng giờ không đúng nữa.

Trung Quốc đang trải qua một sự biến đổi triệt để về cơ cấu, và bong bóng tài sản sinh ra từ lãi suất thực âm đang thúc đẩy quá trình biến đổi đó. Những xí nghiệp sở hữu nhà nước đang được chuyển giao vào tay tư nhân, và sau đó giới quản lý thường ở lại với phần sở hữu lớn. Các nhà quản lý lành nghề vốn vẫn kiếm tiền thêm bên ngoài giờ thấy có lợi hơn khi kiếm tiền cho những công ty do chính mình quản lý, và ở một mức độ ngày càng cao, do mình làm chủ. Các cổ phiếu niêm yết tại Sàn Giao dịch Thượng Hải nhìn thì có vẻ như được định giá quá cao nếu tính theo những tiêu chuẩn so sánh thông thường (hơn bốn mươi lần thu nhập năm sau), nhưng vẻ bên ngoài có thể đánh lừa khi động cơ làm việc của nhóm quản lý đã thay đổi. Không nghi ngờ gì nữa là có một bong bóng đang thành hình, nhưng nó còn ở trong một giai đoạn tương đối sớm, và hiện có những lợi ích rất mạnh giữ cho bong bóng đó tiếp tục phình to. Giới tinh hoa kinh tế đang nóng lòng muốn chuyển những bổng lộc của công sở mà họ đang thụ hưởng thành quyền sở hữu tài sản mà họ có thể chuyển giao cho những người thừa kế. Có một hàng dài các công ty với các nhà quản lý đang nóng lòng muốn thoát khỏi tình trạng sở hữu nhà nước, và họ không muốn thấy quá trình đó bị ngáng trở. Không có gì mang lại nhiều lợi nhuận bằng đầu tư

vào một bong bóng trong giai đoạn mới thành hình.

Tôi đi Trung Quốc vào tháng Mười năm 2005, và mặc dầu lúc đó không còn tích cực đầu tư nữa, tôi vẫn thấy ở đó có nhiều cơ hội lớn hơn bất kỳ giai đoạn nào trong cuộc đời làm nghề này của tôi. Nền kinh tế Trung Quốc trong suốt một thập niên qua đã tăng trưởng hơn 10 phần trăm một năm, nhưng thu nhập doanh nghiệp lại chưa bắt nhịp cùng mức tăng trưởng đó, và sau một giai đoạn phởn phơ lúc đầu vốn đặc trưng cho những thị trường chứng khoán mới được thiết lập, khi tôi đến thăm, chứng khoán đã là một thị trường gấu được bốn năm. Chính phủ Trung Quốc lúc đó vừa ra thông báo về một lịch trình, theo đó mọi cổ phần các doanh nghiệp quốc doanh sẽ được giao dịch trong vòng hai mươi bốn tháng. Tôi nhìn thấy ở đó một cơ hội cả đời mới có nhưng lại không muốn quay lại quản lý tiền nong nữa, vả lại tôi cũng không tìm ra được một đối tác Trung Quốc thích hợp. Lúc đó chúng tôi có bỏ ít tiền vào làm ăn ở Trung Quốc, nhưng trong những trường hợp như thế thì tiền bỏ vào vẫn luôn quá ít. Chỉ số Thượng Hải đã tăng hơn 400 phần trăm kể từ ngày đó.

Trung Quốc đang ảnh hưởng đáng kể lên những nền kinh tế đang lên khác. Nó đã tỏ ra có một sự tham lam vô độ đối với nguyên liệu thô, và nó đã là động lực chính của sự bùng nổ hàng hóa và vận chuyển hàng khô. Bất chấp khả năng kinh tế thế giới chậm lại, người ta vẫn cho rằng giá quặng sắt sẽ tăng ít nhất là 30 phần trăm trong năm tới, với Trung Quốc là nơi tiêu thụ lớn nhất. Trung Quốc cũng đã bắt đầu một chương trình mua sắm hàng loạt các công ty khai mỏ, sản xuất dầu, và các nguyên liệu thô khác. Họ cũng sẵn sàng cung cấp tín dụng dài hạn với lãi suất ưu đãi cho các nước châu Phi. Trung Quốc đã cạnh tranh với phương Tây trong việc là nguồn vốn chính chảy vào châu Phi. Họ đã trở thành đối tác thương mại chính của nhiều nước châu Á. (Họ cũng đang trở thành nước phát tán khí nhà kính lớn nhất thế giới, nhưng đó không phải là chủ đề thảo luận ở đây.)

Không nghi ngờ gì nữa, sự suy thoái của các nước phát triển sẽ ảnh hưởng bất lợi tới hàng xuất khẩu Trung Quốc, nhưng nền kinh tế nội địa, cùng với đầu tư vào và xuất khẩu ra các nước đang phát triển có thể bù đắp được rất nhiều cho sự đình trệ. Tốc độ tăng trưởng sẽ chậm xuống, nhưng bong bóng, được tăng sức nhờ lãi suất thực âm, sẽ tiếp tục phình to lên. Chỉ số thị trường chứng khoán chắc chắn sẽ không tiếp tục tăng với tốc độ mà nó đã tăng trong năm qua. Thực sự, chỉ số đó có thể hoàn toàn không tăng, nhưng khối lượng cổ phiếu mới phát hành và tổng quy mô của thị trường sẽ tiếp tục tăng không giảm sút. Sự chuyển đổi cơ cấu của nền kinh tế sẽ trở nên rõ rệt hơn. Các doanh nghiệp quốc doanh làm ăn thua lỗ sẽ gần như biến mất, và cái mà tôi gọi là siêu doanh nghiệp quốc doanh - tức những doanh nghiệp bắn ra từ các doanh nghiệp quốc doanh, được quản lý tốt và biện minh cho giá cổ phiếu của mình cao bằng việc thâu nhận thêm tài sản từ công ty mẹ - sẽ trở thành một đặc điểm nổi bật của thị trường. Quá trình này sẽ ít nhiều giống với cái mà tôi đã miêu tả là chứng cuồng sáp nhập trong chương “Sự Đơn cực hóa của Mỹ” trong *Giả kim thuật Tài chính*, nhưng có phần kịch tính hơn. Quá trình này có thể đi đến một kết cục xấu hoặc là không, nhưng trong bất kỳ trường hợp nào thì kết cục đó cũng còn phải nhiều năm nữa mới tới. Theo đánh giá của tôi, Trung Quốc sẽ đi qua cuộc khủng hoảng tài chính hiện thời và cuộc suy thoái sau đó một cách thành công, và thu được một sức mạnh tương đối đáng kể.

Dự phóng dài hạn cho Trung Quốc rất không chắc chắn. Không có gì ngạc nhiên nếu bong bóng đang phát triển hiện nay vài năm sau sẽ chấm dứt bằng một cuộc khủng hoảng tài chính. Lâu lắm rồi, tôi đã từng nói rằng chủ nghĩa cộng sản ở Trung Quốc rất có khả năng kết thúc bằng một cuộc khủng hoảng tư bản. Một khả năng khác là sự chuyển đổi của Trung Quốc sang nền kinh tế tư bản chủ nghĩa có thể sẽ được hoàn tất mà không phải kèm theo khủng hoảng tài chính. Nói cách khác, Trung Quốc có nhiều khả năng sẽ thách thức uy quyền tối cao của Hoa Kỳ sớm hơn sự trông đợi của mọi người khi George W. Bush được bầu làm Tổng thống. Thật là một kết cục mỉa mai cho Dự án Một Thế kỷ Mới của Nước Mỹ! Làm sao để giữ cho một Trung Quốc đang nổi khớp được vào với trật tự thế giới là một trong những nhiệm vụ khó khăn nhất của chính quyền sắp tới.

Tôi đã đi thăm Ấn Độ vào dịp Giáng sinh năm 2006, và về góc độ đầu tư, tôi thậm chí còn có ấn tượng mạnh hơn là với Trung Quốc, vì Ấn Độ là một nước dân chủ pháp quyền. Thêm vào đó, về mặt kỹ thuật thì đầu tư vào Ấn Độ dễ hơn vào Trung Quốc. Giá bình quân thị trường chứng khoán đã tăng gấp đôi kể từ ngày ấy. Ấn Độ lâu nay vẫn tăng trưởng ở mức 3,5 phần trăm/năm, chỉ nhỉnh hơn chút ít tốc độ tăng dân số. Nay tốc độ tăng trưởng đã tăng hơn gấp đôi. Cơ sở của những cải cách kinh tế là do thủ tướng đương nhiệm, Manmohan Singh, đặt ra khi ông còn là bộ trưởng tài chính hơn một thập niên trước, và đã phải mất một thời gian để cho những động lực của nền kinh tế thay đổi được. Dịch vụ gia công công nghệ thông tin đã được dùng như một chất xúc tác. Sự tăng trưởng của ngành đó thực phi thường. Năm ngoái, Ấn Độ chiếm tới hơn một nửa số công việc mới trong ngành này trên toàn thế giới, nhưng ở Ấn Độ, thậm chí hôm nay ngành này cũng chỉ chiếm chưa tới 1 phần trăm tổng nhân công. Kỹ nghệ này đã đi qua đỉnh cao lợi nhuận của nó. Hiện đang thiếu lao động lành nghề, và biên lợi nhuận bị tổn hại vì tiền tăng giá. Nhưng những động lực kia đã lan sang những phần khác của nền kinh tế.

Nhưng ngoạn mục nhất là sự nổi lên của anh em nhà Ambani. Khi cha họ, nhà sáng lập Reliance Industry, qua đời, các anh em liền chia nhau đế chế của cha mình và nay đang cố qua mặt lẫn nhau. Lĩnh vực hoạt động của họ trải rộng từ lọc dầu, tới hóa dầu, sản xuất khí tự nhiên xa bờ, đến các dịch vụ tài chính và điện thoại di động. Việc phát hiện ra khí tự nhiên xa bờ hứa hẹn việc Ấn Độ tự túc nhiên liệu trong vòng vài năm tới. Mukesh Ambani đang dùng tiền mặt từ việc kinh doanh dầu khí để thiết lập Reliance Retail, mang thực phẩm trực tiếp từ người trồng tới người tiêu thụ - đây là một dự án táo bạo nhằm tìm cách cắt bớt đến hơn một nửa chênh lệch về giá cả giữa người tiêu thụ với người sản xuất.

Hạ tầng của Ấn Độ thua xa Trung Quốc, nhưng đầu tư hạ tầng đang bắt đầu tăng cao, được trợ giúp nhờ tiết kiệm nội địa và các dòng vốn chảy vào từ những nước Vùng Vịnh nhiều dầu, vốn là những nước có nhiều dân Ấn Độ di cư. Với những điều kiện như thế này, tôi đoán rằng nền kinh tế Ấn Độ sẽ tiến triển tốt, mặc dầu, sau một thời gian tăng trưởng tuyệt vời, thị trường chứng khoán có khả năng sẽ phải tự điều chỉnh.

Có thể tìm thấy một nguồn sức mạnh khác cho kinh tế thế giới ở những nước sản xuất dầu của Trung Đông (tôi không bàn tới Nga vì tôi không muốn đầu tư vào đó). Những nước này đang

tích dự trữ ngoại tệ với tốc độ đáng kinh ngạc, 122 tỉ vào năm 2006 và có lẽ khoảng 114 tỉ vào năm 2007, để đạt tới mức dự trữ là 545 tỉ USD. Họ nóng lòng muốn đa dạng hóa ra ngoài các trái phiếu đô la, và đã thiết lập những quỹ tài sản quốc gia có số lượng tài sản đang tăng lên nhanh chóng. Các nước vùng Vịnh đã quyết định đầu tư vào sự phát triển của chính nền kinh tế nước nhà bằng cách khai thác thế mạnh của việc tiếp cận nhiên liệu giá rẻ, xây dựng những nhà máy lọc dầu và hóa dầu, những lò luyện nhôm, và các ngành công nghiệp nặng khác, với một tốc độ mà điều cản trở duy nhất chỉ là do thiếu nhân công và thiết bị. Do có lợi thế cạnh tranh, có nhiều khả năng họ sẽ trở thành những nhân tố nổi trội trong những ngành công nghiệp này. Abu Dhabi đã quyết định thiết lập một đô thị cạnh tranh với Dubai. Với hơn một ngàn tỉ USD dự trữ và dân số 1,6 triệu (80 phần trăm là người nhập cư), họ có tiền để làm được điều đó. Tốc độ phát triển thúc ép đã gây nên áp lực lạm phát, và đã có một lập luận mạnh mẽ thuyết phục cho việc bỏ neo tỉ giá khỏi đồng đô la. Kuwait đã làm việc này, nhưng những quốc gia khác, đặc biệt là Saudi Arabia, đã bị áp lực chính trị mạnh mẽ từ Washington can ngăn đừng theo gương Kuwait. Việc neo tỉ giá vào đồng đô la, đi cùng với lạm phát nội địa, đã sinh ra lãi suất thực âm. Thị trường chứng khoán của các quốc gia vùng Vịnh đang hồi phục lại từ một trận sụp đổ nghiêm trọng theo sau giai đoạn phồn thịnh lúc đầu, và lãi suất thực âm đang thu hút các dòng vốn từ nước ngoài, hệt như ở Trung Quốc. Đây là một hệ quả ngược đời của việc neo tỉ giá vào đồng đô la, mặc dầu trong trường hợp các quốc gia vùng Vịnh - với Kuwait là ngoại lệ - không có chế độ neo linh hoạt tỉ giá. Tôi tin rằng, bất kể những nguy cơ chính trị của Iran, những động lực trên là đủ mạnh để chống chọi với tình trạng đình trệ trên toàn thế giới. Bất kỳ sự hạ lãi suất nào ở Mỹ cũng sẽ làm tăng áp lực phá vỡ neo tỉ giá.

Các quỹ thịnh vượng quốc gia đang trở thành những tay chơi quan trọng trong hệ thống tài chính quốc tế. Quy mô hiện tại của chúng ước tính khoảng 2,5 ngàn tỉ USD, và chúng ngày càng lớn mạnh nhanh chóng. Các quỹ này đã đầu tư 28,65 tỉ USD vào những tổ chức tài chính quặt quẹo.[24] Trung Quốc cũng đặt ra 5 tỉ USD để đầu tư vào châu Phi. Các quỹ thịnh vượng quốc gia rất có khả năng nổi lên thành những nhà cho vay và đầu tư cuối cùng hệt như vai trò mà Nhật Bản đã đóng sau vụ sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1987. Nhưng các quỹ quốc gia này đa dạng hơn các tổ chức tài chính của Nhật, và chúng chắc sẽ đi theo những lối rất khác nhau. Cuộc khủng hoảng tài chính có thể sẽ khiến chúng được hoan nghênh hơn ở phương Tây hơn khi không có khủng hoảng. Điều này sẽ khiến người ta nhớ tới chuyện công ty dầu lửa quốc doanh của Trung Quốc, China National Offshore Oil Corporation, từng gặp phải sự phản đối về chính trị khi thâu tóm Unocal, hay như DP World (một công ty Dubai) cũng đã gặp phải sự phản đối khi muốn kiểm soát các cảng Mỹ. Chung qui lại mà nói thì các quỹ thịnh vượng quốc gia có lẽ thích đầu tư vào những nước đang phát triển hơn, việc này chỉ bị cản trở bởi năng lực hấp thu của chính những nước ấy. Điều đó nhiều khả năng sẽ củng cố thành tích kinh tế tích cực của các nền kinh tế đang phát triển. Các quỹ thịnh vượng quốc gia cũng rất có thể sẽ trở thành những người nắm cổ phần quan trọng trong nền kinh tế Hoa Kỳ, trừ khi bị ngăn cản bởi các biện pháp bảo hộ.

Liệu trì trệ toàn cầu có chuyển thành suy thoái toàn cầu không còn là một câu hỏi mở. Tuy nhiên, người ta có thể tiên đoán với một mức độ chắc chắn khá cao rằng các nước đang phát triển sẽ vận hành tốt hơn các nước phát triển. Điều này có thể sắp đặt cho một sự đảo nghịch

về sau, khi những đầu tư vào sản xuất nguyên liệu thô sẽ tạo ra tình trạng dư thừa.

Vào năm 2007, giữ vị thế mua trong những thị trường mới nổi và vị thế bán trong thị trường chứng khoán của các nước phát triển là một chiến lược đầu tư đáng làm. Tôi tin rằng điều đó sẽ tiếp tục như thế trong năm 2008 nhưng với một sự chuyển đổi quan trọng, từ chú trọng mua nhiều hơn bán sang bán nhiều hơn mua. Do thay đổi về đặc điểm quỹ của tôi, từ một quỹ đầu tư phòng hộ thuần túy sang một quỹ quản lý tài sản, và vai trò quản lý của tôi đối với quỹ cũng giảm đi, tôi cho rằng sẽ không thích hợp nếu đưa ra một bản liệt kê chi tiết các vị thế đầu tư của chúng tôi như tôi đã làm với thử nghiệm thời gian thực xuất bản trong sách *Giả kim thuật Tài chính.* Tuy nhiên, tôi có thể tóm tắt chiến lược đầu tư của mình cho 2008 bằng một đoạn sau: bán chứng khoán châu Âu và Mỹ, bán trái phiếu chính phủ 10 năm của Mỹ, bán USD; mua chứng khoán các nước vùng Vịnh, Ấn Độ, Trung Quốc và những tiền tệ không phải Mỹ kim.

NGÀY 6 THÁNG 1 NĂM 2008

Thử nghiệm thời gian thực đã khởi đầu tốt hơn tôi mong đợi. Chúng tôi kiếm được tiền với cả việc mua lẫn bán, và với cả tiền tệ. Chỉ có vị thế bán trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ là không có lợi cho chúng tôi, nhưng điều đó cũng đã được dự đoán trước; trái phiếu và chứng khoán thường chuyển động trái chiều nhau. Tôi bắt đầu vị thế ấy mà biết rằng có thể mình làm vậy hơi sớm, nhưng với một đồng đô la đang mất giá, tôi tin rằng cuối cùng mình sẽ đúng; và trong khi chờ đợi, vị thế ấy sẽ làm giảm bớt tính không ổn định của danh mục đầu tư. Để giữ cho phù hợp với đặc điểm của chúng tôi là một quỹ quản lý tài sản hơn là một quỹ đầu tư, chúng tôi tham gia thị trường tương đối khiêm tốn; đầu tư vào bất kỳ hướng nào cũng chưa tới một nửa tài sản. Tuy nhiên, quỹ đã tăng giá trị hơn 3 phần trăm sau ba ngày giao dịch.

Tôi bắt đầu nghĩ về việc khi nào bắt đầu hóa giải các vị thế bán của mình. Chắc chắn là chưa. Thị trường vừa mới bắt đầu nhận ra rằng sắp có một cuộc suy thoái; nó còn phải tụt xuống dưới những mức thấp nhất của năm 2007. Trong sáu tháng tới, những chuyện ngạc nhiên sẽ nhiều phần là ngả về hướng tiêu cực. Tôi không trông mong gì chính phủ này có thể tạo ra bất kỳ biện pháp chính sách nào để cải thiện tình hình một cách có ý nghĩa. Dĩ nhiên, thị trường có thể thiết lập một đáy giao dịch trong vòng chưa tới sáu tháng - nhưng tôi không giỏi lắm trong môn vớt đáy.

NGÀY 10 THÁNG 3 NĂM 2008

Tôi đã đoán đúng tình hình toàn cảnh trong tiên đoán của mình cho năm 2008, nhưng đã có một vài sự đi chệch nhỏ gây tác động lớn đối với cả diễn biến của các sự kiện lẫn thành tích đầu tư của chúng tôi.

Sự tan vỡ của hệ thống tài chính đã tệ hơn tôi tưởng. Những thị trường mà tôi thậm chí không biết là có tồn tại (thí dụ thị trường trái phiếu đô thị định giá qua đấu giá) đã vỡ tan. Chênh lệch tín dụng tiếp tục mở rộng thêm, và thiệt hại tiếp tục tăng cao. Các ngân hàng và các nhà môi giới vừa qua đã phải nâng mức yêu cầu ký quỹ của họ, và các quỹ đầu tư vẫn dùng đòn bẩy nợ buộc phải trả bớt nợ. Một số đang bị thanh lý. Nhưng chưa phải đã xong: thị trường hoán đổi

các bảo hiểm vỡ nợ vẫn chưa bộc lộ hết. Việc xóa bỏ nợ xấu sẽ đạt mức đỉnh vào quý đầu 2008. Những quý sau có thể sẽ có thêm nhiều thiệt hại nữa, nhưng không ở cùng tốc độ như thế.

Thị trường hàng hóa trụ vững hơn là tôi tưởng. Giá phôi sắt tăng tới 60 phần trăm chứ không phải 30 phần trăm. Vàng đang tiến tới mức 1.000 USD/ounce.

Cục Dự trữ Liên bang phản ứng mạnh hơn tôi tưởng. Fed đã hạ lãi suất quỹ liên bang mức chưa từng có là ¾ phần trăm trong một cuộc họp khẩn cấp vào ngày 22 tháng Giêng, và hạ thêm 0,5 phần trăm nữa trong cuộc họp thường kỳ ngày 30 tháng Giêng.

Mặc dầu có nỗ lực ngoạn mục, Fed vẫn không thể hạ được lãi suất cầm cố địa ốc xuống, nhưng vì một lý do khác với lý do mà tôi dự đoán. Chính việc mở rộng các chênh lệch tín dụng, chứ không phải độ dốc của đường cong lợi suất, đã đẩy lãi suất cầm cố địa ốc lên. Lãi suất trái phiếu chính phủ mười năm rơi tuột xuống, và vị thế bán khống của chúng tôi trở thành tai hại.

Thị trường Ấn Độ sụp đổ nặng nề. Chúng tôi trước đó đã không cắt bớt được các vị thế mua của mình và đành chịu thất bại. Thiệt hại trong hai vị thế trên (Trung Quốc không làm tổn hại chúng tôi mấy) gần đúng bằng toàn bộ số chúng tôi kiếm được trong đại tài khoản. Kết quả là chúng tôi chỉ hơn lúc đầu năm tí chút.

Sau khi đã gia tăng vị thế bán với: đô la, các danh mục đầu tư chứng khoán lập theo các chỉ số cùng các cổ phiếu tài chính châu Âu và Mỹ; đồng thời hơi giảm vị thế bán với trái phiếu chính phủ, chúng tôi dường như đã định vị tốt trong một thời gian trước mắt. Tôi chờ đợi một cuộc tái thử nghiệm của đáy thị trường chứng khoán như hồi tháng Giêng với các cổ phiếu tài chính xuống thấp thêm nữa, nhưng toàn thể thị trường vẫn giữ được mức cao hơn đáy. Điều này có thể dẫn tới một đợt phục hồi giao dịch, nhưng tôi đã nhìn thấy trước sẽ có những mức thấp hơn vào những tháng tới.

Một giám đốc đầu tư mới về làm việc cùng tôi; điều này sẽ cho phép tôi tách xa khỏi thị trường. Chúng tôi dự định sẽ mua vào để đóng lại một số (hoặc hầu hết) các vị thế bán khống về tài chính của chúng tôi trong cuộc tái thử nghiệm và có thể chuyển sang vị thế mua với một vài cổ phiếu sẽ sinh lợi nhờ đô la xuống giá, rồi sau đó thiết lập những vị thế bán khống mới. Vị CIO mới hiểu biết nhiều về thị trường trái phiếu. Anh đang thu thập vài danh mục cầm cố chất lượng cao hơn và dự định dần dần sẽ gia tăng vị thế bán của chúng tôi với trái phiếu chính phủ dài hạn.

NGÀY 16 THÁNG 3 NĂM 2008

Đây là một tuần nhiều kịch tính. Các quỹ đầu tư tiếp tục trả bớt nợ, và một số bị bắt phải thanh lý, dồn áp lực giảm giá xuống cổ phiếu và tăng áp lực nới rộng các chênh lệch tín dụng. Đồng đô la lại thêm một đợt giảm giá mới, với đồng euro vượt ngưỡng 1,55 USD và một yên Nhật vượt 100 ăn 1 USD. Áp lực đè nặng lên thị trường tiền tệ. Cả tiền Trung Quốc lẫn tiền các nước vùng Vịnh đang căng mình chống lại chính sách cột tỉ giá. Vào thứ Năm, vị thế đối tác hợp đồng của Bear Stearns bị nghi ngờ, buộc Fed phải giải cứu hôm thứ Sáu bằng cách mở cửa sổ tín dụng

cho Bear thông qua trung gian là JP Morgan. Không khí hoảng loạn hiện rõ. Chúng tôi tiếp tục bán thêm đô la, nhưng chúng tôi bắt đầu đi ngược lại hướng đi xuống của thị trường chứng khoán và hướng đi lên tiếp tục của trái phiếu chính phủ. Chúng tôi cũng mua một số cổ phiếu của Bear Stearns và bán một số tráo đổi nợ tín dụng (CDS) của họ vào thứ Sáu (lần đầu tiên chúng tôi giao dịch trong thị trường này), đoán rằng Bear Stearns sẽ bị Fed cho đấu giá vào cuối tuần. Đây là một vụ đánh cược ngắn hạn, biết ngay, hoặc là sẽ ăn cả vào thứ Hai hoặc là ngã về không. Kết quả cho đến hôm nay là một sự bế tắc; quỹ tiếp tục "bơi", với phần đại tài khoản thì kiếm ra tiền, phần còn lại của quỹ thì mất tiền. Niềm an ủi duy nhất của chúng tôi là danh mục đầu tư ít dao động hơn ngoài thị trường. Phải chi cho thấy có lợi nhuận thì tốt hơn.

NGÀY 20 THÁNG 3 NĂM 2008

Lại một tuần lắm sự kiện. Bear Stearn không bị đem đấu giá nhưng buộc phải trao vào tay JP Morgan với giá 2 USD một cổ phiếu. Chúng tôi đã đúng một nửa: kiếm được tiền nhờ vào CDS nhưng lại mất tiền vì cổ phiếu - coi như huề. Các cổ đông của Bear đang khóc thét, nhưng có lẽ đành bất lực. Chúng tôi đã không tính tới chuyện chính quyền vốn không ưa Bear, và Fed lợi dụng cơ hội này để xử lý luôn rủi ro đạo đức lại bằng cách trừng phạt các cổ đông.

Thị trường bị sốc vì hành động của Fed, và chúng tôi đã có một trận gần như bán tống bán tháo vào hôm thứ Hai. Chúng tôi đã dùng cơ hội này để mua vào nhằm thanh toán nốt những vị thế bán khống các cổ phiếu ngành tài chính của chúng tôi, và vào sáng thứ Ba, chúng tôi gần như trung lập trong tiếp xúc thị trường của mình, khi cuộc rằng Lehman Brothers, hiện mới rơi vào khó khăn hôm thứ Hai, sẽ có thể chống chọi qua cuộc tấn công này. Và chúng tôi đã đúng, sau khi Fed cắt giảm lãi suất thêm 75 điểm cơ bản, cổ phiếu đã trình diễn màn phục hồi ngoạn mục nhất trong năm. Lần này đúng ra phải là một đợt phục hồi giao dịch được, kéo dài ít nhất cũng vài tuần, nhưng thị trường chứng khoán đã phá vỡ mọi luật lệ và đảo chiều vào thứ Tư. Mỗi khi có một chuỗi bùng-vỡ, người ta đều đi đến chỗ tin rằng sẽ không dùng được những luật lệ thông thường nữa, nhưng thường chúng vẫn dùng được. Lần này thì thực sự khác, càng khẳng định luận điểm của tôi rằng cuộc khủng hoảng này không giống các cuộc khác. Để bồi thêm, đô la trình diễn một màn tăng giá đột ngột vào sáng thứ Năm, gây một số thiệt hại cho đại tài khoản của tôi. Quỹ của tôi chắc giờ chết chìm cho tới hết năm. Tôi coi việc khôi phục giá đô la này là do thanh lý các vị thế đầu cơ, một số là do bắt buộc, số khác là do kỹ thuật. Tôi dự định giữ lại các vị thế của mình, nhưng sẵn sàng đón đợi những thiệt hại thêm. Một trong những lợi thế của sử dụng tỉ lệ nợ thấp là tôi có thể chịu được mà chống chọi.

Tôi phải kết thúc phần thử nghiệm thời gian thực vì phải đưa bản thảo đến cho nhà xuất bản. Đúng ra tôi sẽ thích hơn nếu được kết thúc thử nghiệm này bằng lợi nhuận cho toàn quỹ, chứ không phải chỉ có lợi nhuận của đại tài khoản, nhưng kết luận này có thể thích hợp hơn với mục đích của cuốn sách. Chúng ta đang ở trong một giai đoạn bắt buộc phải giảm nợ và một giai đoạn phá hủy của cải tài chính. Thật khó để mà thoát được chuyện đó.

NGÀY 23 THÁNG 3 NĂM 2008

Khi viết phần kết luận cho cuốn sách, tôi cũng đã có được một cảm nhận mới mẻ và rõ ràng về

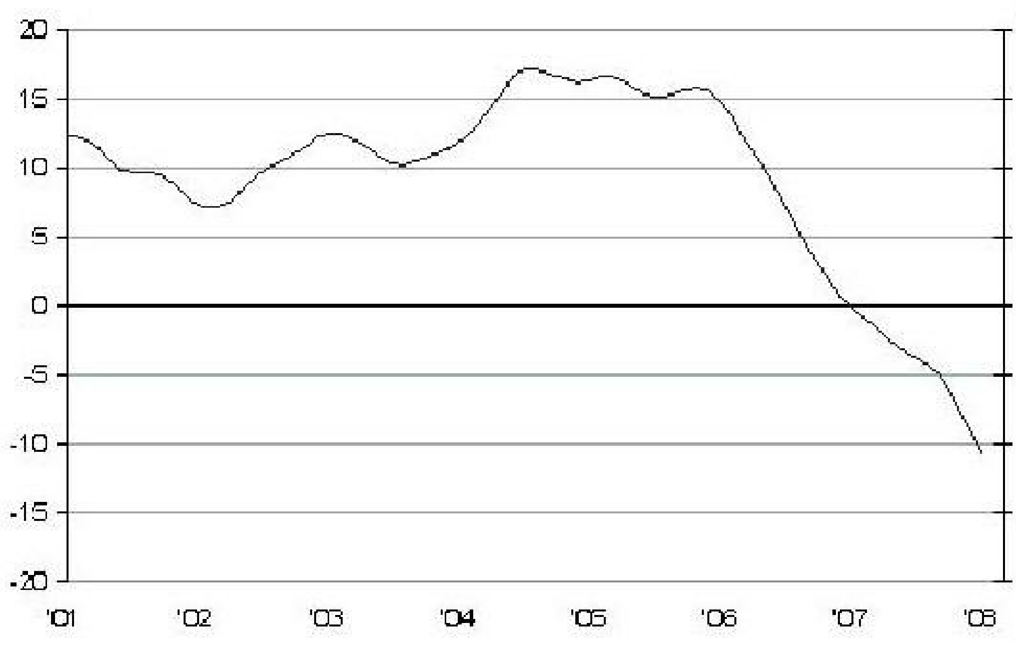
những gì có thể chờ đợi cho phần còn lại của năm 2008. Việc này sẽ dẫn lối cho những quyết định đầu tư của tôi. Tôi sẽ kết luận phần thử nghiệm thời gian thực này bằng việc trích ra một đoạn chính sau:

Cuối cùng, chính phủ Mỹ sẽ phải dùng tiền thuế của người dân để làm ngưng xu hướng tụt dốc của giá nhà. Từ đây cho đến lúc đó, giá nhà sẽ cứ tự thân mỗi ngày một xuống, với càng ngày càng nhiều người phải bước ra khỏi nhà mình mà trong đó họ chỉ có lượng tài sản sở hữu chủ âm; ngày càng nhiều tổ chức tài chính trở nên mất khả năng chi trả, lại càng đẩy mạnh cuộc suy thoái và tình trạng từ bỏ đồng đô la. Chính quyền Bush và hầu hết những nhà dự báo kinh tế đã không hiểu rằng thị trường có thể tự củng cố cả ở chiều đi xuống lẫn chiều đi lên. Họ cứ đợi cho giá nhà tự chạm đến đáy, nhưng đáy đó ở xa hơn họ tưởng

Chỉ số giá nhà của S & P/case-shiller

Tổng hợp 20 thành phố

Thay đổi năm nay so với năm trước tính bằng % (Y/Y%) lấy mốc so là tháng Giêng



Nguồn: S&P/Case-Shiller Home Price Index, 25 tháng 3 năm 2006

CHƯƠNG 8: Một Vài Khuyến Nghị Về Chính Sách

Vì nhiều lý do, sẽ là hấp tấp nếu tôi đưa ra những khuyến nghị chính sách chắc nịch. Trước hết, tôi tham gia quá sâu vào các thị trường tới nỗi khó có thể bỏ công suy nghĩ nghiêm túc về các khuyến nghị chính sách. Vở kịch đang bày ra hiện nay thật lôi cuốn, và tôi có rất nhiều thứ để được hay mất. Tôi sẽ phải tách mình ra khỏi thị trường để có thể nghĩ một cách khách quan hơn. Thứ hai, không thể trông chờ gì nhiều từ chính phủ hiện nay. Sẽ phải đợi những sáng kiến mới và quan trọng cho tới khi có một tổng thống mới, và chỉ một tổng thống của Đảng Dân chủ mới có thể có hy vọng thay đổi được tình thế và dẫn dắt đất nước đi theo một hướng mới. Thứ ba, tình hình hiện rất nghiêm trọng và những sáng kiến chính sách mới cần phải được thảo luận thấu đáo. Tôi sẽ điểm qua suy nghĩ hiện thời của mình như những đề tài để thảo luận hơn là những kết luận chắc chắn.

Rõ ràng một ngành tài chính được thả cương và mất phương hướng đang tàn phá nền kinh tế. Cần phải kìm nó lại. Tạo tín dụng, về bản chất là một quá trình có tính phản hồi. Nó cần được điều tiết để ngăn ngừa những sự thái quá. Tuy nhiên chúng ta phải nhớ rằng, các nhà điều hành thị trường không chỉ là con người mà còn là những nhân viên của bộ máy hành chính quan liêu. Nhiệt tình điều tiết quá mức có thể cản trở nghiêm trọng tới hoạt động kinh tế. Quay trở lại với những điều kiện môi trường giống thời sau thế chiến II sẽ là một sai lầm lớn. Việc sẵn có tín dụng sẽ tăng cường không chỉ năng suất mà còn cả tính linh hoạt và các cách tân. Không nên bó buộc việc tạo tín dụng trong một cái áo chật. Thế giới đầy những điều không chắc chắn, và các thị trường có thể điều chỉnh thích nghi với những hoàn cảnh đổi thay tốt hơn là các công chức hành chính. Cùng lúc đó, chúng ta phải nhận ra rằng, các thị trường không chỉ điều chỉnh một cách thụ động với các hoàn cảnh đổi thay mà còn đóng góp một cách chủ động vào việc hình thành diễn tiến của các sự kiện. Chính chúng có thể tạo nên những bất ổn định và sự không chắc chắn, và đó là lý do khiến ta đánh giá cao tính linh hoạt của chúng. Cần phải xem xét đến điều này trong quá trình hoạch định các chính sách vĩ mô. Phải trao cho các thị trường khả năng phát huy lớn nhất có thể tương thích với việc duy trì sự ổn định kinh tế.

Phần lớn những thái quá trong các thị trường tài chính là do các nhà điều hành chính sách đã không thực thi được việc kiểm soát đúng cách. Một số phương pháp và công cụ tài chính mới được đưa ra là đặt cơ sở trên những tiền đề sai. Chúng đã tự cho thấy là chúng không hề bền vững và do đó phải bị loại bỏ. Nhưng một số phương pháp hay công cụ khác lại giúp phân tán, phòng hộ rủi ro, và cần phải được bảo tồn. Các nhà điều tiết cần phải hiểu biết hơn về những phát kiến gần đây, và họ không được cho phép thực thi những cách làm mà họ chưa hiểu đầy đủ. Sẽ sai lầm nếu nghĩ rằng việc quản lý rủi ro có thể được trao cho những người tham gia thị trường. Có những rủi ro mang tính hệ thống cần được quản lý bởi những cơ quan điều hành thị trường. Để làm được thế họ phải có đầy đủ thông tin. Những người tham dự, bao gồm cả những quỹ đầu tư phòng hộ và những quỹ đầu tư tài sản quốc gia, cùng các tổ chức không chịu sự điều

tiết khác, phải cung cấp thông tin đó, ngay cả việc làm như vậy có phiền toái và tốn kém. So với cái giá của sụp đổ thì giá nào cũng thành vô nghĩa.

Rủi ro đạo đức đặt ra một vấn đề hóc búa, nhưng có thể giải quyết được. Hãy nhìn thẳng vào việc đó: khi hệ thống tài chính lâm nguy, giới chức trách buộc phải can thiệp. Dù muốn hay không, các tổ chức tham gia vào việc tạo tín dụng phải chấp nhận thực tế là họ đang được các tổ chức hữu trách bảo vệ. Do đó, họ phải trả giá cho sự bảo vệ ấy. Giới chức trách phải thực thi nhiều biện pháp đề phòng và kiểm soát hơn trong giai đoạn phình đại. Điều đó chắc chắn sẽ làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Những người trong giới kinh doanh sẽ không thích việc đó và sẽ vận động hành lang chống lại nó, nhưng tạo tín dụng phải là một hoạt động kinh doanh chịu sự điều tiết. Giới chức điều hành phải chịu trách nhiệm nếu như họ để cho vấn đề tuột khỏi tầm kiểm soát đến nỗi chính họ phải đi cứu một công ty. Trong những năm gần đây, các vấn đề quả là đã tuột khỏi tầm kiểm soát. Ngành tài chính đã được cho phép kiếm lợi quá đà và phình ra quá lớn.

Bài học quan trọng nhất học được từ cuộc khủng hoảng lần này là giới hữu trách về tiền tệ phải quan tâm đến không chỉ việc kiểm soát nguồn cung tiền mà cả việc tạo tín dụng. Chủ nghĩa trọng tiền là một học thuyết sai lầm. Tiền và tín dụng không đi song hành với nhau. Các giới chức tiền tệ phải biết quan tâm đến không chỉ lạm phát lương mà cả việc tránh để xảy ra những bong bóng tài sản. Giá tài sản không chỉ phụ thuộc vào độ sẵn tiền mà còn vào sự sẵn lòng cho vay. Các giới chức tiền tệ phải giám sát và xem xét tới không chỉ nguồn cung tiền mà cả các điều kiện tín dụng. Sẽ có người phản đối rằng đòi hỏi các giới chức tiền tệ phải kiểm soát giá tài sản là bắt họ phải thực thi quá nhiều nhiệm vụ. Việc phản đối đó sẽ là hợp lý nếu như nhiệm vụ của các giới chức giới chức tiền tệ chỉ giới hạn ở mức áp dụng máy móc một vài luật lệ nào đó. Nhưng công việc của họ phức tạp hơn thế. Họ tham gia vào một trò chơi vi tế, quản lý các kỳ vọng có sử dụng mọi thủ thuật liên quan đến việc thực thi chức năng thao túng. Đó là một nghệ thuật không thể bị hạ bệ xuống thành một khoa học. Alan Greenspan là một bậc thầy về chức năng thao túng. Không may là ông đã đặt các kỹ năng của mình vào việc phụng sự cho mục đích sai lầm; ông đã quá tôn thờ chủ nghĩa thị trường chính thống.

Cả bong bóng nhà cửa lẫn siêu bong bóng đều có điểm đặc trưng là sử dụng thái quá tiền vay nợ. Việc này lại được ủng hộ bởi những mô hình quản lý rủi ro tinh vi chỉ tính tới những rủi ro đã biết nhưng lại bỏ qua những yếu tố không xác định hàm chứa trong tính phản hồi. Nếu không làm việc gì khác, chí ít các nhà điều tiết cũng phải đòi lại quyền kiểm soát việc sử dụng phép đòn bẩy nợ. Trước kia họ từng nắm quyền kiểm soát đó. Cổ phiếu giờ vẫn phải chịu yêu cầu tiền ký quỹ, nhưng những yêu cầu đó giờ phần lớn đã trở nên vô nghĩa vì có quá nhiều cách để đi vòng tránh chúng. Các chứng khoán thế chấp vay địa ốc và các công cụ tổng hợp khác chưa bao giờ phải chịu sự kiểm soát do chúng được đưa ra trong thời đại thống trị của chủ nghĩa thị trường chính thống. Kiểm soát đòn bẩy sẽ làm giảm cả quy mô lẫn lợi nhuận của ngành tài chính, nhưng đó là cái mà quyền lợi công đòi hỏi.

Có một biện pháp chuyên biệt có thể giúp giảm nhẹ cuộc khủng hoảng tín dụng là việc thiết lập một trung tâm hay sàn để giao dịch các khoản CDS. Vẫn còn đấy một lượng hợp đồng đáng giá

bốn mươi lăm ngàn tỉ đô la chưa thanh lý, và những ai đang nắm giữ những hợp đồng đó không còn biết liệu đối tác của họ có bảo vệ được chính bản thân họ hay không. Nếu xảy ra chuyện vỡ nợ thì sẽ có nhiều khả năng là một số đối tác sẽ không thể thực hiện được đầy đủ bổn phận. Viễn cảnh đó treo lơ lửng trên đầu thị trường như một thanh gươm của Damocles, sẽ rơi xuống nhưng chưa rơi. Chắc hẳn điều đó đã đóng một vai trò trong quyết định của Fed không cho phép Bear Sterns sụp đổ. Sẽ có nhiều lợi ích trong việc thành lập một trung tâm hay sàn với một cơ cấu vốn đầy đặn hợp lý và các yêu cầu ký quỹ nghiêm khắc, và mọi hợp đồng hiện có hay sẽ có trong tương lai đều sẽ phải nộp vào chỗ đó.

Phải làm gì với đống hỗn độn do việc vỡ bong bóng nhà cửa tạo ra? Những chính sách tài khóa và tiền tệ ngược chu kỳ mọi khi vẫn dùng thì lần này vẫn còn thích hợp, nhưng vì những lý do tôi đã nêu, hiệu quả của chúng không đủ mạnh. Cần có những biện pháp tăng thêm để kìm lại việc sụp đổ giá nhà và giảm bớt những đau đớn đi cùng với nó. Vì cả hai lý do đó, sẽ tốt hơn nếu để cho càng nhiều người giữ lại được nhà của họ càng tốt. Điều này áp dụng cho cả những người mang nợ dưới chuẩn và cả những người có giá trị nhà thấp hơn giá trị khoản nợ. Họ có thể được coi là những nạn nhân của bong bóng nhà cửa và xứng đáng được hưởng chút cứu trợ. Nhưng cứu trợ cho họ là một việc phức tạp vì giá trị mà các khoản nợ địa ốc kia có được là từ việc chúng có thể được bảo đảm thông qua việc tịch biên nhà. Ở hầu hết các nước khác, những người đi vay thường phải tự mình gánh trách nhiệm pháp lý, trong khi ở Hoa Kỳ, những người cho vay thường không còn cách nào khác ngoài cách tịch biên nhà. Mặt khác, tịch biên sẽ làm hạ giá nhà và làm tồi tệ hơn tình trạng đình trệ trên thị trường nhà. Việc đó rất tốn kém cho tất cả các bên liên quan và gây ra hiệu ứng tràn tiêu cực. Phải làm gì để cân bằng những so đo này? Đây là một chủ đề mà tôi đã suy nghĩ chi tiết hơn so với các vấn đề khác mà tôi đã thảo luận, và tôi cũng đã lôi kéo quỹ của tôi (Viện Xã hội Mở) cùng tham gia vào. Sau đây là những phát hiện sơ lược của tôi.

Khoảng 40 phần trăm của 7 triệu khoản nợ dưới chuẩn chưa giải quyết sẽ bị vỡ nợ trong hai năm tới. Các khoản nợ với lãi suất sẽ điều chỉnh và các khoản nợ khác có lãi suất điều chỉnh được cũng sẽ mất khả năng chi trả với tỷ lệ ngang bằng mức 40 phần trăm nói trên nhưng trong một khoảng thời gian dài hơn. Điều này sẽ duy trì áp lực đẩy giá nhà xuống thấp. Giá cả có khả năng xuống dưới mức khuynh hướng dài hạn, trừ khi được dừng lại bởi sự can thiệp của chính phủ.

Sự khốn khổ của con người do cuộc khủng hoảng nhà cửa gây ra sẽ là vô cùng to lớn. Có nhiều bằng chứng rõ ràng cho thấy người lớn tuổi đã bị lấy làm mục tiêu cho những cách cho vay độc ác nhất và tỷ lệ không trả được nợ của nhóm này cao hơn một cách bất cân đối so với tỷ lệ của họ trong dân số. Các cộng đồng dân da màu cũng bị ảnh hưởng một cách bất cân đối. Nếu biết rằng việc sở hữu nhà là một yếu tố then chốt trong việc gia tăng của cải và cơ hội ở Hoa Kỳ, thì những nhóm da mầu trẻ tuổi hướng thượng và năng động bị thiệt hại đặc biệt nặng. Họ đã trót tin vào lời hứa về một “xã hội chủ nhà” và tài sản của họ được tập trung vào sở hữu nhà cửa. Hạt Prince George, Maryland, là một thí dụ hàng đầu. Đó là một trong những hạt đa số là người da đen thịnh vượng nhất trên toàn quốc, nhưng đó cũng chính là hạt có số vụ xiết nhà cao nhất Maryland. Số liệu về Maryland cho thấy 54 phần trăm chủ nhà người Mỹ gốc Phi có nợ dưới

chuẩn, so với 47 phần trăm dân gốc Tây Ban Nha và 18 phần trăm dân da trắng.

Xiết nhà trả nợ làm giảm giá trị những căn nhà xung quanh, đẩy những chủ nhà khác phải bỏ nhà của mình vì khoản nợ đã vượt quá giá trị căn nhà. Cuối cùng, tình trạng xiết nhà tập trung làm mất ổn định toàn bộ các vùng lân cận và ảnh hưởng xấu đến cả những lĩnh vực khác, thí dụ như việc làm, giáo dục, sức khỏe, chăm sóc trẻ em. Tránh xiết nhà phải là trọng tâm hàng đầu của những biện pháp chính sách phụ trợ. Những kế sách đã được đưa ra thực hiện của chính quyền Bush chung qui chỉ là những động tác quan hệ công chúng. Một khi đã áp dụng hết mọi giới hạn, bạn sẽ còn lại chính xác là con số không.

Cả những biện pháp đặc thù lẫn hệ thống đều cần thiết. Về sự cần thiết phải có sự can thiệp mang tính hệ thống, tôi tin rằng Đại diện đảng Dân chủ, Barney Frank, đang đi đúng đường, mặc dầu vì muốn đạt được sự ủng hộ lưỡng đảng nên ông ấy chưa đi đủ xa. Ông đã trình ra hai dự luật có thể đưa tới một cân bằng hợp lý giữa việc bảo vệ quyền tịch biên nhà và việc can ngăn thực thi quyền ấy. Đầu tiên, ông sẽ chỉnh sửa luật phá sản theo cách làm sao để một thẩm phán tòa phá sản có thể sửa lại các điều khoản về nợ mua nhà cho nơi cư ngụ chính. Điều này sẽ gây áp lực lên người cho vay phải tự nguyện thay đổi điều khoản những khoản vay này nhằm tránh sự thay đổi cưỡng bức của tòa, hay còn gọi là bớt nợ. Phe Cộng hòa phản đối rằng điều đó sẽ ảnh hưởng đến quyền của người cho vay và do đó làm cho các khoản vay mua nhà trở nên đắt hơn trong tương lai. Nhưng dự luật mà Frank đưa ra chỉ áp dụng cho các khoản vay khởi đầu trong khoảng thời gian giữa tháng Giêng 2005 đến tháng Sáu 2007. Thêm nữa, luật phá sản hiện thời đã cho phép có những sự thay đổi về điều khoản của khoản vay nợ mua căn nhà thứ hai, và việc đó đã không làm tăng chi phí vay để mua loại nhà này.

Thứ hai, Frank sẽ trao quyền cho Cục Gia cư Liên bang (FHA) đứng ra bảo đảm để giúp những người vay tiền dưới chuẩn được đảo nợ sang những khoản vay lời thấp hơn, có thể trả được. Những chủ cho vay món nợ gốc sẽ được trả hết một lần bằng tiền thu được từ một món nợ mới do FHA bảo hiểm, nhưng không vượt quá 85% giá trị định giá hiện tại của căn nhà. Để bù đắp cho FHA vì đã đứng ra bảo lãnh, FHA sẽ giữ một khế ước nợ thứ hai của căn nhà. Khi người vay tiền bán nhà hoặc đảo nợ, nếu có lời họ sẽ trích từ lợi nhuận ra trả cho FHA khoản tiền nào lớn hơn trong số hai khoản (1) một phí đóng nợ tương đương với 3% khoản nợ gốc của FHA; hoặc (2) một tỷ lệ thấp dần xuống của bất kỳ món lời nào (thí dụ, 100% trong năm thứ nhất, tới 20% trong năm thứ 5 và 0% từ đó về sau). Sau 5 năm, chỉ còn áp dụng phí đóng nợ 3%.

Cả điểm mạnh lẫn điểm yếu của dự luật này đều nằm ở tính tự nguyện của nó. Mặt tích cực là nó không vi phạm quyền tịch biên nhà. Mặt tiêu cực là nó chỉ được áp dụng cho một phân khúc khá hẹp của những khoản nợ địa ốc gặp rắc rối. Nó chỉ giới hạn ở những người đi vay có thu nhập ít nhất phải bằng hai lần rưỡi chi phí duy trì nợ. Cùng lúc đó, những người cho vay thế chấp phải sẵn lòng chấp nhận số tiền trả hết một lần là 85% giá trị căn nhà tính theo giá thị trường hiện tại, và không được hưởng lợi chút nào từ những khoản tăng giá nhà có thể có trong tương lai. Dự luật FHA của Frank có thể được thông qua thành luật dưới thời chính quyền Bush, nhưng ít có khả năng nó sẽ có ảnh hưởng tới cuộc khủng hoảng nhà cửa. Nó sẽ phải được mở rộng đáng kể trước khi có thể tạo ra một sự khác biệt có ý nghĩa. Việc điều chỉnh

luật phá sản, ngược lại, có thể có ý nghĩa, nhưng nó lại bị chính quyền Bush phản đối.

Theo ngành cho vay thế chấp địa ốc, có một số cản trở về pháp lý và thực tiễn ngăn cản những công ty bảo trì nợ thay đổi điều khoản những món nợ dưới chuẩn hiện đang đối mặt với nguy cơ trễ hạn hay không trả được. Các công ty này lập luận rằng việc chứng khoán hóa các khoản vay mua nhà đã làm cho họ khó theo dõi từng món nợ đơn lẻ, và rằng "những thỏa thuận về gom nợ và duy trì nợ" làm giảm đáng kể sự linh hoạt của họ trong việc sửa đổi các điều khoản của khoản nợ. Nhưng cản trở chính là "cuộc chiến phân gói trái phiếu." Trong cùng một món nợ vay, những gói trái phiếu khác nhau có những lợi ích cạnh tranh nhau - một gói có thể có quyền ưu tiên đối với phần nợ gốc, gói khác lại được ưu tiên với phần lãi. Các công ty duy trì nợ kháng cự lại việc sửa đổi điều khoản vay, chính vì không thể nào tránh được việc một gói sẽ chịu thiệt hại nặng hơn gói kia, mà các công ty này lại phải đồng thời chịu trách nhiệm với tất cả các gói đó.

Tuy nhiên, có một sự đồng thuận ngày càng lớn rằng những thỏa thuận gom và duy trì nợ cho phép linh hoạt hơn so với mức được thừa nhận trước đây. Bất chấp những vấn đề về chứng khoán hóa, công ty Moodys khẳng định rằng tỉ lệ của những món nợ có điều khoản sửa đổi đang trên đà gia tăng, nhưng vẫn chỉ chiếm 3,5% tổng số các các món nợ điều chỉnh lãi suất trong năm 2007. Sẽ phải quan tâm hơn đến việc định lượng và ghi chép lại những lợi ích của việc điều chỉnh điều khoản nợ nhằm thuyết phục người cho vay gây áp lực hơn nữa lên các công ty duy trì nợ của họ, để các công ty này chịu tham gia vào việc tìm ra giải pháp.

Tuy nhiên, thật không may là ngay cả với những cải cách rộng lớn thì nhiều chủ nhà vẫn sẽ không đủ khả năng ở lại trong nhà của mình. Các chính quyền sở tại sẽ cần phải chấp nhận thực tế là một tỷ lệ đáng kể chủ nhà sẽ mất nhà. Và do hầu hết những khoản cho vay vô nguyên tắc là tập trung vào những cộng đồng người da màu, về mặt tài chính cũng là những cộng đồng dễ bị tổn thương nhất, các chính quyền sở tại sẽ phải đối mặt với triển vọng đáng sợ là một lượng khổng lô những bất động sản gặp khó sẽ bị rao bán trên thị trường ở đúng những khu vực có ít khả năng hấp thụ cú sốc này nhất. Việc cần làm ở đây là phải đảm bảo rằng những bất động sản ấy không bị bỏ không hoặc rơi vào tay chủ nhà khiếm diện, và tốt nhất là làm sao chúng được chuyển giao cho những người mua có trách nhiệm sẽ đến ở và giữ gìn nhà cửa của họ.

Giúp các cộng đồng địa phương sẽ là một mảnh đất màu mỡ cho lòng từ thiện cá nhân. Các ngân khoản tương xứng do chính quyền liên bang hay tiểu bang đóng góp đối ứng có thể giúp tăng mạnh quy mô và ảnh hưởng của tinh thần từ thiện này. Quỹ của tôi đang tài trợ cho những sáng kiến địa phương ở thành phố New York và Maryland.

Ở New York, chúng tôi đã đề xướng lập ra Trung tâm cho các Vùng phụ cận New York, với ngân quỹ thu được từ chính quyền thành phố New York, các tổ chức từ thiện tư nhân và các tổ chức cho vay. Trung tâm này sẽ tăng cường và phối hợp những nỗ lực ngăn ngừa tịch biên nhà bao gồm các dịch vụ tư vấn và giới thiệu, trợ giúp pháp lý, giảm nợ, giáo dục và các hoạt động cộng đồng có tính ngăn ngừa. Nhiệm vụ hàng đầu của Trung tâm là giúp cho những người vay tiền

được ở lại trong căn nhà của họ. Với những người không thể ở lại nhà mình, Trung tâm sẽ hỗ trợ việc chuyển giao hiệu quả bất động sản của họ sang cho những chủ nhà hoặc những tổ chức phi lợi nhuận có trách nhiệm để đảm bảo sự ổn định trong khu vực. Chúng tôi hy vọng mỗi năm Trung tâm sẽ giúp được khoảng mười tám ngàn người vay nợ. Trung tâm cho các Vùng phụ cận New York sẽ phục vụ như một nhà môi giới lương thiện, giúp hỗ trợ giao tiếp giữa những người vay tiền, những hãng duy trì nợ trực tiếp, và ngành cho vay tiền. Mặc dù thị trường nhà của New York chưa bị cuộc khủng hoảng hiện tại gây ảnh hưởng nặng nề nhất, tôi vẫn hy vọng giải pháp địa phương thí điểm ở New York sẽ được dùng như một kiểu mẫu cho các cộng đồng khác.

Nhiều nỗ lực khác cũng đang được tiến hành ở Maryland để giúp đỡ những chủ nhà đang hay sắp vỡ nợ. Hội Baltimore Homeownership Preservation Coalition (Liên minh Bảo vệ Quyền Sở hữu Nhà Baltimore) và một liên minh tương tự ở hạt Prince George đang cung cấp cho các chủ nhà gặp khó khăn một nơi để họ có thể đến tìm kiếm sự trợ giúp, một nơi đặt quyền lợi của họ lên hàng đầu. Hạn chế lớn nhất là thiếu những nhà tư vấn được đào tạo tốt. Chúng tôi có kế hoạch giúp đỡ nhiều kiểu đào tạo khác nhau, một vài kiểu trong số đó có khả năng sẽ nhận được sự trợ giúp của tiểu bang.

Chúng tôi vẫn đang nghiên cứu xem có thể làm được gì khác nữa.

Kết Luận

Mục đích chính của tôi khi viết cuốn sách này là để chứng tỏ giá trị và tầm quan trọng của tính phản hồi. Thời điểm này rất là phù hợp. Mô thức chủ đạo hiện nay - gồm lý thuyết cân bằng cùng hệ quả phái sinh chính trị của nó là trường phái thị trường chính thống - đã tự chứng tỏ là không có khả năng lý giải tình trạng hiện tại; nó còn phải chịu trách nhiệm về việc đã đẩy chúng ta rơi vào mớ bòng bong chúng ta đang phải chịu hiện nay. Chúng ta rất cần một mô thức mới. Nhưng mô thức mới mà tôi đang đề xuất đây - tức sự thừa nhận tính phản hồi - vẫn còn đang phải chứng tỏ giá trị của nó. Cho đến nay, nó vẫn chưa thể cạnh tranh với thuyết cân bằng do nó vẫn chưa thể đưa ra những tiên đoán chắc chắn. Đó là lý do tại sao các nhà kinh tế học không dành cho nó bất kỳ sự quan tâm nghiêm túc nào. Lúc này đây, khi lý thuyết cân bằng đã chứng tỏ sự thất bại của nó trong cả việc tiên đoán lẫn việc lý giải thì cơ hội đã rộng mở hơn. Ý tưởng cho rằng tính phản hồi đã đưa một yếu tố không xác định vào trong những sự vụ của con người nói chung và vào những thị trường tài chính nói riêng phải nhận được một chút uy tín. Nhưng lý thuyết đó vẫn còn phải chứng minh rằng nó có thể làm được gì. Tôi đã làm những gì có thể làm bằng cách giải thích. Tôi cũng đã dùng khung khái niệm của tôi để dẫn đường cho tôi trong những quyết định đầu tư. Tuy thế, tôi vẫn tin rằng mình có thể làm được nhiều hơn bằng cách tham khảo khung khái niệm ấy và những kinh nghiệm cả cuộc đời (hai thứ này liên kết với nhau) để hình dung ra cái gì đang ở phía trước. Tôi tuyên bố rằng chúng ta đang ở lúc kết thúc một kỷ nguyên. Vậy kỷ nguyên mới hình thù sẽ như thế nào?

Không thể nào đưa ra những tiên đoán chắc chắn. Tương lai phụ thuộc vào những phản ứng về chính sách mà cuộc khủng hoảng tài chính sẽ kích hoạt. Nhưng chúng ta có thể nhận diện các vấn đề và phân tích những lựa chọn chính sách. Chúng ta cũng có thể đưa ra những tiên đoán chắc chắn về việc kỷ nguyên tiếp theo sẽ *không* như thế nào. Nối tiếp thời kỳ phình đại tín dụng hậu thế chiến II sẽ không phải là một thời kỳ co hẹp tín dụng dài ngang thế. Những quá trình bùng-vỡ có hình dạng bất đối xứng: một giai đoạn "bùng" tăng từ từ nhưng kéo dài, theo sau là một cú "vỡ" đột ngột và ngắn. Hệ quả là có thể đoán đợi rằng, phần lớn sự thắt chặt tín dụng sẽ xảy ra trong thời hạn ngắn. Giá nhà đã giảm gần 10 phần trăm, và nó có khả năng giảm thêm 20 phần trăm hay hơn nữa trong năm tới. Các bảng cân đối tài chính cho thấy các quỹ đầu tư và các ngân hàng đang hăng hái trả bớt nợ; việc trả nợ không thể tiếp tục với tốc độ như hiện nay lâu hơn nữa. Cuộc suy thoái hay những xáo động khác có thể thúc đẩy thêm việc trả nợ; tuy nhiên, có thể tiên đoán rằng mọi việc sẽ diễn ra bình thường trong vòng chừng một năm. Sự kết thúc của thắt chặt tín dụng có khả năng sẽ mang lại một chút giảm áp ngắn hạn, nhưng chắc là sẽ không khởi động một pha phình đại tín dụng với tốc độ nhanh như ta từng biết.

Trong lúc sự suy thoái ở Hoa Kỳ vào thời điểm này (tháng Tư năm 2008) là không thể tránh

khỏi, thì vẫn chưa có lý do gì để trông đợi một cuộc suy thoái toàn cầu. Ở những phần khác của thế giới vẫn có những năng lực phình đại mạnh mẽ đang hoạt động, và chúng có thể sẽ cân bằng được với cuộc khủng hoảng ở Hoa Kỳ cũng như với sự đình đốn ở châu Âu và Nhật Bản. Những diễn biến kinh tế dĩ nhiên là sẽ có những hệ quả dội ngược về mặt chính trị; và những hệ quả ấy lại có thể làm nhiễu loạn nền kinh tế thế giới.

Lý luận tương tự thế, sự kết thúc của siêu bong bóng không đồng nghĩa sự kết thúc của mọi bong bóng. Trái lại, những bong bóng mới đã và đang thành hình. Việc từ bỏ đồng đô la giúp củng cố một sự bùng nổ trước đó đã bắt đầu lan rộng về giá nguyên liệu thô và năng lượng. Luật về xăng sinh học đã tạo ra một cuộc bùng nổ về sản phẩm nông nghiệp. Và sự nâng giá của đồng nhân dân tệ đã khiến lãi suất thực ở Trung Quốc bị âm, và điều đó thường đi kèm với một cuộc bùng nổ tài sản.

Vậy kết thúc của một kỷ nguyên thực chất nghĩa là gì? Tôi cho rằng nó có nghĩa là kết thúc một giai đoạn dài của sự ổn định tương đối dựa trên cơ sở Hoa Kỳ là quyền lực thống trị và đồng đô la là tiền tệ dữ trữ quốc tế chính. Tôi đã nhìn thấy trước một thời kỳ mất ổn định về tài chính và chính trị, mà tiếp theo đó hy vọng sẽ nổi lên một trật tự thế giới mới.

Để đánh giá đúng điều gì đợi ta trong tương lai, tôi phải giải thích một trong những hệ quả của khung khái niệm tôi đưa ra; cho đến nay, tôi vẫn chưa nhấn mạnh đủ về chúng. Tôi đã từng nói đến định đề về tính có thể sai triệt để, tức cái ý tưởng rằng tất cả những gì do con người xây dựng nên đều bị sai hỏng không cách này thì cách khác, mặc dầu những sai hỏng ấy có thể chỉ trở nên rõ ràng khi một cấu trúc đã tồn tại được một thời gian. Điều đó có nghĩa là những cấu trúc sai vẫn có thể giữ ổn định trong các khoảng thời gian dài. Tôi cũng đã nói về một điểm khác biệt căn bản giữa khoa học tự nhiên và khoa học xã hội. Một trong những cách thức mà điểm khác biệt đó thể hiện ra là việc những cỗ máy dùng những lực tự nhiên thì phải tuân theo những quy luật của tự nhiên; chúng phải là thứ mà các nhà triết học phân tích gọi là “được cấu tạo tốt”. Những trạm năng lượng thì phải tạo ra điện, những động cơ đốt trong phải đốt chất đốt theo một cung cách có kiểm soát; vũ khí hạt nhân phải giải phóng ra năng lượng chứa tại các hạt nhân nguyên tử trong một vụ nổ, vv... Những sắp xếp xã hội lại không nhất thiết phải hoàn thành giao ước theo cùng cách ấy; mà cũng có thể coi là đủ nếu người ta được thuyết phục để chấp nhận những sắp xếp ấy vì lý do này hay lý do khác, bằng thuyết phục, truyền thống, hay cưỡng bách. Thực vậy, những sắp xếp xã hội không bao giờ có thể “được cấu tạo tốt” vì những người tham dự xã hội bẩm sinh đã không thể ra quyết định chỉ dựa trên tri thức. Dù hệ thống cai trị nào nắm quyền nó cũng có khả năng hàm chứa những mâu thuẫn không giải quyết nổi, và có thể mau chóng bị thay thế bằng một hệ thống hoàn toàn khác.

Điều mà tôi cố gắng giải thích bằng cung cách trừu tượng này thì tôi đã từng trải qua một cách rất cụ thể trong đời. Tôi lớn lên trong một môi trường trung lưu ổn định; thế rồi quân Phát xít đáng lẽ đã giết chết tôi nếu cha tôi không thu xếp được cho tôi một căn cước giả. Tôi đã từng trải qua những ngày đầu tiên của chế độ cộng sản ở Hungary; rồi tôi là khách lạ bên Anh, đứng ngoài nhìn vào một xã hội ổn định, độc lập. Tôi từng thấy các thị trường tài chính biến đổi đến mức không thể nhận ra trong suốt năm mươi năm qua, và từ một kẻ vô danh tiểu tốt, tôi đã trở

thành một người có địa vị trong xã hội.

Khi nhìn vào lịch sử, tôi thấy những thời kỳ ổn định cứ đến rồi đi. Giờ đây tôi thấy một thời kỳ tương đối ổn định đang ra đi. Tôi có thể nhận ra những mâu thuẫn to lớn trong những sắp xếp phổ biến hiện nay. Những mâu thuẫn đó không những không mới mà tất yếu, theo cái nghĩa là không có cách sắp xếp nào từ trước tới giờ tránh được những mâu thuẫn đó. Lấy thí dụ hệ thống tỉ giá hối đoái. Mỗi mô hình tỉ giá đều có những thiếu sót của nó. Tỉ giá cố định thì quá cứng nhắc và dễ sụp đổ; tỉ giá thả nổi thường dao động quá nhiều; tỉ giá thả nổi có quản lý và tỉ giá neo linh hoạt thường làm mạnh hơn lên cái xu hướng mà chính chúng đang cố điều hòa. Tôi vẫn hay đùa là các mô hình tỉ giá giống với các sắp xếp hôn nhân. Dù cái sắp xếp hiện thời là gì thì cái đối lập với nó vẫn hấp dẫn hơn. Hoặc thử xem xét trật tự thế giới hiện nay. Có cái gì đó không nhất quán trong một nền kinh tế toàn cầu hóa đặt cạnh những hệ thống chính trị xây dựng trên nguyên tắc chủ quyền. Những điểm không nhất quán đó hiện diện trong một kỷ nguyên giờ đang đến hồi kết, nhưng sự thống trị của Hoa Kỳ và đồng đô la đã từng mang lại một cảm giác ổn định. Đã có điều gì đó xảy ra phá vỡ tính ổn định ấy. Những chính sách mà chính quyền Bush theo đuổi đã làm tổn hại vị thế thống trị về chính trị của Hoa Kỳ, và nay một cuộc khủng hoảng tài chính đã đe dọa hệ thống tài chính quốc tế và khiến phần kia của thế giới không còn muốn giữ đồng đô la nữa.

Trong mô hình bùng-vỡ của tôi, đặc điểm của những giai đoạn muộn trong một bong bóng là những điều kiện không-hề-cân-bằng, kéo sau đó là sự trở lại với những điều kiện bình thường hơn, gần-như-cân-bằng. Theo cách đó thì siêu bong bóng không tuân theo mô hình bùng-vỡ của tôi, bởi vì làm gì có những điều kiện bình thường, gần-như-cân-bằng nào đâu để mà quay về! Chúng ta đang đối mặt với một thời kỳ có tính bất định quá cao và vì thế lúc này có rất nhiều những hệ quả tiềm tàng mà lúc thường không hề có. Nhưng sự bất định lớn nhất là liên quan tới cách phản ứng của các giới hữu trách Hoa Kỳ trước tình huống khó khăn mà họ phải đối diện.

Hoa Kỳ đang phải đối diện với cả một cuộc suy thoái lẫn tình trạng từ bỏ đồng đô la. Giá nhà giảm, gánh nặng nợ gia đình, những thiệt hại và những bất ổn trong hệ thống ngân hàng cùng đe dọa đẩy nền kinh tế vào một cuộc trượt dốc. Những biện pháp để chống lại mối đe dọa này làm tăng nguồn cung đô la. Cùng lúc đó, tình trạng từ bỏ đồng đô la đã tạo ra áp lực lạm phát thông qua việc giá cả thực phẩm, hàng hóa, và năng lượng gia tăng. Ngân hàng Trung ương châu Âu, với nhiệm vụ là duy trì sự bình ổn giá, đang lưỡng lự không muốn hạ lãi suất. Điều này tạo ra một sự thiếu nhất quán giữa chính sách tiền tệ Mỹ và chính sách tiền tệ châu Âu và tạo áp lực tăng giá lên đồng euro. Đồng euro đã tăng giá nhiều hơn đồng nhân dân tệ, gây nên căng thẳng thương mại giữa châu Âu và Trung Quốc. Người ta có thể trông đợi đồng nhân dân tệ bắt kịp được đồng euro, vừa để tránh được sự bảo hộ đang hiện diện ở Hoa Kỳ và ngày càng tăng cao ở châu Âu, vừa để kiềm chế lạm phát giá hàng nhập khẩu ở Trung Quốc. Nhưng chính điều này sẽ làm tăng giá cả tại Wal-Mart và đặt thêm áp lực lên vai người tiêu dùng Mỹ vốn đã bị bao vây sẵn. Thật không may là chính quyền không tỏ ra là có hiểu biết gì về tình huống khó khăn mà họ đang rơi vào.

Cuối cùng, chính phủ Mỹ sẽ phải dùng tiền thuế của người dân để làm ngưng xu hướng tụt dốc của giá nhà. Từ đây cho đến lúc đó, giá nhà sẽ cứ tự thân mỗi ngày một xuống, với càng ngày càng nhiều người phải bước ra khỏi nhà mình do vốn chủ sở hữu của họ trong nhà giờ đã bị giảm xuống mức âm; ngày càng nhiều tổ chức tài chính trở nên mất khả năng chi trả, lại càng đẩy mạnh cuộc suy thoái và tình trạng từ bỏ đồng đô la. Chính quyền Bush và hầu hết những nhà dự báo kinh tế đã không hiểu rằng thị trường có thể tự củng cố cả ở chiều đi xuống lẫn chiều đi lên. Họ cứ đợi cho giá nhà tự chạm đến đáy, nhưng đáy đó ở xa hơn họ tưởng. Chính quyền Bush cố cưỡng lại việc dùng tiền đóng thuế chính vì ý thức hệ thị trường chính thống của họ, và vì họ lưỡng lự không muốn giao quyền cho Quốc hội. Chính quyền gần như đã giao hết quyền lập chính sách cho Cục Dự trữ Liên bang. Việc đó đã đặt một gánh nặng quá lớn lên một tổ chức vốn được lập ra là để giải quyết những vấn đề thuộc về tính thanh khoản chứ không phải thuộc về khả năng chi trả. Với chiến dịch cứu nguy Bear Stearns và chương trình cho vay trái phiếu ngắn hạn, Fed đã đặt chính bảng cân đối tài chính của mình vào thế rủi ro. Tôi kỳ vọng chính quyền tới sẽ tốt hơn. Từ nay cho tới lúc đó, tôi đã nhìn thấy trước nhiều chính sách sẽ quay lại và thay đổi theo hướng thị trường, do các chính sách hiện thời là không đu. Rất khó để có thể lường trước được thị trường.

***

Tôi cho ra đời cuốn sách này vào thời điểm hiện tại với những lo âu to lớn. Tôi sợ rằng sẽ có mâu thuẫn giữa mối quan tâm của tôi trong việc viết cuốn sách này với mối quan tâm của những người sẽ đọc sách, đặc biệt là bản sách điện tử. Tình trạng gần như hoảng loạn hiện đang ngự trị trên thị trường tài chính. Mọi người đều muốn biết cái gì đang đợi phía trước. Tôi không thể nói cho họ vì tôi cũng không biết. Cái tôi muốn nói với họ là một thứ hoàn toàn khác. Tôi muốn giải thích cho họ về hoàn cảnh con người.

Con người chúng ta phải ra quyết định mà không có đủ kiến thức. Chúng ta đã kiểm soát được những năng lực thiên nhiên. Điều đó khiến chúng ta trở nên hùng mạnh. Những quyết định của chúng ta có tầm ảnh hưởng lớn lao. Chúng ta có thể làm được nhiều việc tốt hoặc nhiều việc xấu. Nhưng chúng ta lại chưa học được cách kiểm soát chính mình. Hậu quả là chúng ta sống trong một sự bấp bênh lớn lao và một mối nguy hiểm nghiêm trọng. Chúng ta cần có hiểu biết tốt hơn về hoàn cảnh hiện tại của chính mình. Thật khó để chấp nhận tính bấp bênh. Thật là quyến rũ để cố thử trốn nó bằng cách tự lừa dối mình và lừa dối lẫn nhau, nhưng điều đó rất có khả năng lại đẩy chúng ta vào những khó khăn lớn hơn.

Tôi đã dành cuộc đời mình cho việc có được một sự hiểu biết tốt hơn về thực tại. Trong cuốn sách này, tôi tập trung vào các thị trường tài chính vì chúng cung cấp một phòng thí nghiệm tuyệt vời để thử nghiệm các lý thuyết của tôi, và tôi phải vội đem in cuốn sách ngay vì đây là lúc một sai lầm về nhận thức chủ đạo đã đưa chúng ta vào một tình huống khó khăn nghiêm trọng. Việc này ít nhất cũng phải minh chứng được tầm quan trọng của việc đối diện với thực tại, thay vì cứ cố trốn tránh nó. Dĩ nhiên, chúng ta có thể sẽ không bao giờ hiểu được đầy đủ thực tại, và tôi sẽ không giả vờ rằng tính phản hồi chính là cái có thể làm nên chân lý tối hậu. Lý thuyết này cho rằng chân lý tối hậu nằm ngoài tầm với của con người và nó xem xét vai trò

của những ngộ nhận trong việc định hình dòng chảy của các sự kiện. Đó không phải là cái mà người ta quan tâm khi các thị trường tài chính đang rối loạn. Nhưng tôi hy vọng người ta sẽ sẵn lòng xem xét nó một chút. Để đáp lại, tôi hy vọng tôi đã mang lại cho người đọc một cái nhìn có phần thấu suốt hơn về những gì đang diễn ra trên thị trường tài chính.

Tôi muốn kết thúc với một lời đề nghị. Hãy để đây không phải là một kết luận mà là một sự khởi đầu của một nỗ lực phối hợp nhằm tiến tới một sự hiểu biết tốt hơn về hoàn cảnh con người. Với việc chúng ta ngày càng có thể kiểm soát các năng lực tự nhiên, câu hỏi là làm thế nào chúng ta có thể chế ngự được chính mình tốt hơn? Làm cách nào để mô thức mới cho các thị trường tài chính dung hòa được với mô thức cũ? Thị trường tài chính nên được điều tiết như thế nào? Hệ thống tài chính quốc tế cần được cải tổ ra sao? Chúng ta phải làm gì với hiện tượng ấm nóng toàn cầu và cuộc chạy đua hạt nhân? Làm thế nào chúng ta có thể đem lại một trật tự thế giới mới tốt hơn? Đây là những câu hỏi mà chúng ta cần phải tìm câu trả lời. Tôi hy vọng sẽ được tham gia vào một tranh cãi hào hứng.

Về Tác Giả



George Soros là chủ tịch của Soros Fund Management và là người sáng lập một mạng lưới toàn cầu của các quỹ chuyên trợ giúp cho các xã hội mở. Ông là tác giả của nhiều sách bán chạy, trong đó có *Bubble of American Supremacy, Underwriting Democracy,* và *The Age of Fallibility*. Ông sinh ở Budapest và sống ở New York City.

HẾT



---

[1] BBC NEWS, Timeline: Sub-Prime losses: *How Did the Sub-Prime Crisis Unfold?*

http//news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845

[2] Martin Feldstein, *Housing, Credit Markets and the Business Cycle*, tài liệu 13, 471, tháng 10 2007 của Văn phòng Quốc gia Viện Nghiên cứu Kinh tế.

[3] Alan Greenspan và James Kennedy, *Estimates of Home Mortgage Origination, Repayments, and Debts on One-to-Four-Family Residences*, tài liệu 2005-42 của Cục Dự trữ Liên bang (dữ liệu do giáo sư Kennedy cập nhật trong suốt năm 2007 và cung cấp cho tác giả).

[4] Joseph R. Mason và Joshua Rosner, *How Resilient Are Morrtgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruption?"*, tài liệu trình tại Hudson Institute, Washington, D.C, 15 tháng 2 năm 2007.

[5] *Wall Street Journal*, 27. 2. 2008 và 25. 1. 2008; *New York Times*, 26. 10. 2007.

[6] *BBC News,* "Bleak Housing Outlook for US Firm", 8. 3. 2007.

[7] Các nhà khoa học về nhận thức gọi nó là chứng năng thực thi. Aristotle gọi nó là lý tính thực hành để phân biệt với lý tính lý thuyết (cái này tương đương với chức năng nhận thức).

[8] Lionel Robbins, An Essay on the Nature and Significance of Economic Science (London Macmillan, 1932).

[9] Giao dịch chênh lệch là khai thác các chênh lệch giá giữa các thị trường liên quan với nhau. Những chênh lệch đó có thể là giữa các địa điểm, như Tokyo hay Johannesburg với New York, hoặc giữa các cổ phiếu, như trái phiếu chuyển đổi được hoặc chứng phiếu với cổ phiếu thông thường.

[10] Trích trong Michael Kaufman, *Soros: The Life and Times of a Messianic Billionaire* (New York: Alfred A. Knopf,2002),140.

[11] Các nhà thực chứng luận lý đã tạo ra một ngoại lệ cho những mệnh đề phân tích, thí dụ "những chàng độc thân là những người nam chưa vợ," mà họ coi là có nghĩa. Điều này đã mở đường cho triết học phân tích.

[12] Ron Suskind, The Price of Loyalty: George W. Bush, the White House, and the Education of Paul O'Neill (New York: Simon & Schuster, 2004).

[13] Ron Suskind, "*Without a doubt,*" *New York Times*, 17 tháng 10 năm 2004, 51.

[14] Bernard Williams có thảo luận rất giá trị về điểm này trong cuốn sách của ông, *Truth and Truthfulness: An Essay in Genealogy* (Princeton: Princeton University Press, 2004).

[15] George Stigler, *Theory of Price* (New York: Macmillan, 1966)

[16] Lionel C. Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, 3d ed. (New York: New York University Press, 1984)

[17] Daniel Kahneman và Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," Econometrica (tháng 3. 1979): 263 - 91)

[18] Roman Frydman và Michael D. Doldberg, Imperfect Knowledge Economics: Exchange Rates and Risk (Princeton: Princeton University Press, 2007); Roman Frydman và Edmund Phelps, Individual Forecasting and Aggregate Outcomes: Rational Expectations Examined (Cambridge: Cambridge University Press, 1983)

[19] Ví với cao bồi Viễn Tây-ND

[20] Điều này có thể dễ bị hiểu lầm. Quả thực là một người hay trao đổi thư từ với tôi đã hiểu lầm, do đó mới có chú thích này. Khi tôi nói đến những điều kiện không-hề-cân-bằng, tôi đang dùng "cân bằng" như một lối tu từ. Tôi không có ý định hàm ý rằng có một sự cân bằng hằng định mà từ đó thỉnh thoảng chệch ra một chu trình bùng-vỡ. Tôi nghĩ về cân bằng như một mục tiêu di động bởi vì giá cả thị trường có thể ảnh hưởng tới những yếu tố cơ bản mà chúng được coi là phải phản ánh.

[21] Michiyo Nakamoto và David Wighton, "Bullish Citigroup Is 'Still Dancing' to the Beat of the Buy-Out Boom," Financial Times, 7 tháng 10, 2007.

[22] Tôi dùng Vòng Đế Quốc của Reagan như một thí dụ về một quá trình phản hồi xoay vòng khác biệt với mô hình bùng-vỡ.

[23] 420 phần trăm là thay đổi phần trăm từ giá thấp đóng cửa ngày 11 tháng 7, 2005 tới cuối năm 2007.

[24] Khảo sát Tài chính và Kinh tế Thế giới của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund World Economic and Financial Surveys), tháng Mười 2007. Những nước đứng sau con số này bao gồm: Bahrain, Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Oman, Qatar, Saudi Arabia, và United Arab Emirates. Tổng dự trữ của Saudi Arabia bao gồm các khoản đầu tư vào chứng khoán nước ngoài, những khoản này không được bao gồm trong số liệu dự trữ chính thức.


TỔNG HỢP
EBOOK
HAY NHẤT VỀ
ĐẦU TƯ
SINVEST.VN